



INVESTISSEURS PARTICULIERS : AMÉLIORER LEUR ACCÈS AUX MARCHÉS DES CAPITAUX EN APPORTANT DES AJUSTEMENTS CIBLÉS AU CADRE EUROPÉEN

Octobre 2021

Dans le contexte de l'Union des marchés de capitaux (UMC), encourager la participation des investisseurs particuliers dans les marchés de capitaux de l'UE est une priorité essentielle. À cet égard, la revue du cadre européen applicable aux investissements de détail devrait viser à supprimer les obstacles aux investissements transfrontaliers et à offrir des options d'investissement à long terme aux ménages européens, tout en veillant à ce qu'ils aient accès à un conseil de qualité ainsi qu'à une solide protection des investisseurs.

Les économies accumulées pendant la pandémie et le faible niveau actuel des rendements offerts par les investissements à faible risque offrent une fenêtre d'opportunité supplémentaire. En France, par exemple, pendant la crise liée à la pandémie, 150 000 nouveaux clients de détail ont investi dans des actions, pour la première fois. Cette évolution doit toutefois être suivie de près, car les modèles commerciaux de certains intermédiaires méritent un examen approfondi.

L'AMF a donc accueilli favorablement la consultation de la Commission européenne sur une stratégie pour l'investissement de détail. Dans l'ensemble, l'AMF estime que le cadre réglementaire européen existant est solide, cohérent et assure une protection satisfaisante, et qu'il n'est pas nécessaire d'envisager une réforme profonde de la réglementation. Toutefois, certains ajustements ciblés pourraient être effectués en réponse aux récents développements dans le secteur financier et comme moyen d'accroître la participation des particuliers aux marchés de capitaux, en particulier aux marchés des actions. L'AMF suggère que les règles puissent être revues dans trois domaines :

- Continuer à assurer la protection des investisseurs, pour des investissements transfrontaliers sûrs au sein d'un marché européen digitalisé ;
- Répondre aux besoins des investisseurs en termes de produits, pour les inciter à participer aux marchés des capitaux ;
- Responsabiliser les investisseurs, en les dotant de l'information, du conseil et des connaissances nécessaires, pour soutenir leurs investissements.

□ Continuer à assurer la protection des investisseurs, pour des investissements transfrontaliers sûrs au sein d'un marché européen digitalisé

Tout en visant à responsabiliser les investisseurs de détail et à mieux répondre à leurs besoins en matière d'investissements, il reste essentiel d'assurer un niveau élevé de protection à leur égard, en renforçant la confiance pour améliorer la participation des ménages européens aux marchés des capitaux. Cela est particulièrement vrai dans le **contexte actuel de la digitalisation et de l'augmentation de la fourniture transfrontalière de services financiers**. Une supervision rigoureuse et harmonisée des acteurs du marché dans tous les États membres est un objectif clé pour l'avenir, afin de garantir un niveau de protection équivalent aux investisseurs dans toute l'UE. Si le cadre européen a déjà amélioré le niveau de protection des investisseurs, certaines questions doivent encore être traitées à la lumière des évolutions récentes du marché.

Limitier l'arbitrage réglementaire, pour un véritable marché unique offrant le même niveau de protection à tous les investisseurs de détail européens.

En mars 2021, l'AMF a publié un rapport répertoriant plus de 200 réclamations reçues au cours des deux dernières années de la part de clients particuliers français d'entreprises d'investissement européennes opérant en France en régime de libre prestation de services (sous le régime du « passeport européen »). Les plaintes recueillies portaient sur des pratiques commerciales agressives – voire illégales – de la part d'entreprises vendant des produits complexes (par exemple des CFD) à des clients particuliers. Plus de 60 % des réclamations et des pertes déclarées concernaient des entités établies à Chypre, qui ne relèvent pas de la supervision du régulateur français. Cette expérience a mis en lumière la difficulté de la répartition des compétences entre autorités d'origine et d'accueil, dans le contexte de la fourniture transfrontalière de services d'investissement, ainsi que l'absence de mécanismes de coordination efficaces pour réagir rapidement à l'encontre des prestataires de services agissant de manière irrégulière dans le cadre du passeport européen. Bien que le passeport ait contribué de manière globalement positive au marché unique, il n'est pas appuyé, pour l'heure, par un modèle de supervision unique. Cette situation induit des arbitrages réglementaires entre États membres et des différences dans les droits des investisseurs dans les diverses juridictions. Par conséquent, des **améliorations devraient être apportées au cadre du passeport européen**, afin de garantir une protection supérieure et plus harmonisée en l'absence d'une supervision unifiée. La prochaine révision de la directive MiFID II offre l'occasion de renforcer les mesures de coordination entre autorités d'origine et d'accueil dans les situations où des entreprises enfreignent les règles des juridictions d'accueil en agissant sous le couvert du passeport européen. Aucun(e) véritable marché unique/UMC ne peut être établi(e) si la confiance n'est pas rétablie dans les services d'investissement transfrontaliers pour les clients particuliers.

Le rapport publié en juillet 2019 par le *Joint Committee* des Autorités européennes de surveillance (AES) devrait servir de référence pour l'avenir : il a proposé des pistes pour améliorer le fonctionnement du passeport et a spécifiquement recommandé de **clarifier les critères permettant de déterminer la juridiction dans laquelle un service d'investissement doit être considéré être fourni**. Cela est primordial dans le contexte de la digitalisation, car l'utilisation croissante des moyens numériques rend difficile la localisation de la fourniture d'un service d'investissement dans un État membre d'accueil particulier. Ces précisions sont essentielles pour déterminer quelles règles s'appliquent et quelle autorité compétente est chargée de les faire respecter. En principe, un service d'investissement doit être considéré comme étant fourni dans le pays où se trouve le client de détail visé par ledit service.

En outre, pour assurer une plus grande convergence en matière de supervision et établir le même niveau de protection aux particuliers investissant dans les différents États membres, il est important de réduire les incohérences résultant de l'adoption de mesures nationales portant sur l'intervention sur les produits (*product intervention*). Dans ce domaine, les AES disposent d'ores et déjà de pouvoirs paneuropéens pour interdire ou restreindre temporairement la commercialisation, la distribution ou la vente de certains types de contrats, pouvoirs dont l'ESMA a déjà fait bon usage pour interdire les options binaires et certains types de CFD. Les **pouvoirs paneuropéens des AES en matière d'intervention sur les produits devraient être renforcés**, en accordant notamment aux AES le pouvoir d'émettre des interdictions/restrictions **permanentes**.

Renforcer le cadre de protection des investisseurs de détail, pour l'adapter aux nouveaux outils et pratiques numériques.

Afin d'appréhender correctement les risques liés au développement de la **publicité en ligne pour les produits financiers**, la meilleure approche consiste à appliquer les règles de protection des investisseurs relatives à l'information et à la commercialisation à toute personne impliquée dans la publicité en ligne. À titre d'exemple, la réglementation française vise tous les acteurs de la chaîne publicitaire (entreprises/acheteurs d'espaces publicitaires/media, diffuseurs d'annonces...) et interdit toute publicité électronique directe ou indirecte de produits financiers hautement spéculatifs à destination des investisseurs particuliers. En outre, les documents commerciaux devraient toujours être traduits dans la langue officielle du pays où le produit est commercialisé/distribué. Une telle approche pourrait également être intégrée dans le droit de l'UE, en vertu du principe d'harmonisation minimale. En outre, lorsque de grands acteurs du numérique sont impliqués dans la commercialisation/distribution de produits hautement spéculatifs auprès d'investisseurs locaux, les AES devraient être habilitées à interagir avec ces acteurs

internationaux sur des questions concernant l'application/l'exécution des règles européennes applicables en matière de commercialisation (ou, à tout le moins, à soutenir les autorités nationales compétentes dans cette interaction). Plus généralement, **dans un environnement de plus en plus digitalisé, les AES devraient se voir confier un rôle plus important** dans la surveillance des réseaux sociaux, des influenceurs et des plateformes transfrontalières.

Enfin, et plus encore dans un contexte où les transactions électroniques transfrontalières sont facilitées, les **investisseurs de détail doivent avoir accès à des procédures de recours rapides et efficaces**, dans leur propre langue, s'ils ont une réclamation concernant leur investissement. Ceci est particulièrement important pour favoriser la confiance des investisseurs lorsqu'ils investissent dans un autre État membre.

□ Répondre aux besoins des investisseurs en termes de produits, pour les inciter à participer aux marchés des capitaux

Pour participer davantage aux marchés des capitaux, les citoyens de l'UE doivent avoir confiance dans le niveau de protection qu'ils recevront, mais aussi avoir accès à une gamme de produits d'investissement attrayante, c'est-à-dire diversifiée et compétitive. Les investisseurs particuliers ont besoin d'investir dans des produits qu'ils comprennent, qui sont simples, transparents et adaptés à leurs besoins. Ils doivent également avoir la certitude que les produits proposés à l'investissement sont rentables.

Adapter les règles de l'UE pour faciliter l'accès des investisseurs particuliers à des produits simples, adaptés à leurs besoins.

Pour faciliter l'accès des investisseurs de détail aux produits d'investissement, il convient d'envisager des modifications proportionnées du cadre prévu par MiFID II, afin de favoriser les intérêts des clients de détail et de répondre à leurs besoins en matière d'investissement. En particulier, les **obligations de gouvernance des produits (product governance)** – en vertu desquelles les entreprises d'investissement doivent analyser les produits qu'elles conçoivent ou distribuent, notamment en évaluant leurs marchés cibles et la typologie de leurs clients – **doivent être adaptées** lorsqu'un service est fourni à la seule initiative du client, sans aucune sollicitation ou commercialisation active de la part de l'institution financière. Dans ce cas, l'évaluation préliminaire du « marché cible » du produit par l'entreprise d'investissement sera d'un intérêt limité et engendrera des coûts inutiles, notamment parce que celles-ci ne seront pas en mesure d'évaluer les critères du marché cible identifié en regard d'informations qu'elles ne sont pas tenues de demander aux clients. En l'espèce, les exigences en matière de gouvernance des produits devraient se limiter à l'établissement, par l'entreprise, d'une politique générale de distribution (services/canaux par catégories de clients et par produits/marchés/système de négociation). Les investisseurs de détail seraient ainsi mieux outillés/responsabilisés et bénéficieraient d'un meilleur accès aux produits. En outre, les exigences en matière de gouvernance des produits devraient être mieux calibrées pour les actions et les obligations *corporate* « vanille », afin d'encourager l'investissement dans ces produits, offrant ainsi des possibilités d'investissement à long terme aux ménages européens et favorisant le financement de l'économie de l'UE dans son ensemble.

Pour résoudre la question des conflits d'intérêts, il doit être **strictement interdit** aux entreprises d'investissement de recevoir un **paiement pour flux d'ordres (payment for order flow)**, c'est-à-dire toute rémunération ou tout avantage au titre de l'acheminement des ordres des clients vers un système de négociation ou d'exécution particulier.

Se concentrer sur la rentabilité et développer le concept de « rapport qualité/prix » (value for money) pour l'investisseur particulier.

Pour être attractifs pour les investisseurs de détail, les produits d'investissement doivent également être rentables. À cet égard, l'AMF appelle à l'**introduction du concept de « rapport qualité/prix » (value for money) dans le cadre**

législatif européen, tout du moins pour certains produits (par exemple les produits structurés). Ce concept, qui doit être décliné en exigences spécifiques, permettrait aux investisseurs de bénéficier de produits dont le rendement n'est pas diminué par des structures de coûts excessives, notamment dans le cas de modèles à architecture fermée.

□ Responsabiliser les investisseurs, en les dotant de l'information, du conseil et des connaissances nécessaires, pour soutenir leurs investissements

L'objectif d'amélioration de l'offre de produits financiers et de l'accès à ces produits pour les investisseurs de détail est intrinsèquement lié au développement de l'éducation financière. Les connaissances financières sont en effet essentielles pour que les citoyens de l'UE tirent le meilleur parti des produits et services d'investissement qui leur sont proposés. Pour qu'ils soient incités à investir, les citoyens européens doivent bénéficier d'informations pertinentes, justes et proportionnées : dans ce domaine, il convient de travailler à l'adaptation des obligations d'information existantes afin de les rendre plus utiles et adaptées aux besoins des investisseurs, et donc plus compréhensibles. Enfin, pour les investisseurs les moins avertis, l'information ne sera pas suffisante, et un conseil de haute qualité sera nécessaire.

Entreprendre des actions au niveau européen en faveur de l'éducation financière afin d'améliorer les connaissances et l'autonomie des investisseurs de détail.

La priorité accordée à l'éducation financière dans le plan d'action de l'UMC de la Commission européenne est bienvenue, et son initiative conjointe avec l'OCDE visant à créer un cadre de compétences en matière d'éducation financière une avancée positive à soutenir. Des investisseurs avertis, capables de prendre des décisions en connaissance de cause, sont essentiels à la mise en place d'un marché unique dynamique des services financiers. Sans outrepasser la compétence des États membres dans le domaine de l'éducation, il est possible de **développer des initiatives européennes pour assurer la cohérence et la coordination au sein de l'UE**. En particulier, il serait pertinent de mettre en place des campagnes paneuropéennes d'éducation financière ciblant les investisseurs de détail **sur des questions d'intérêt commun** diffusées dans les différents États membres. Plusieurs sujets d'intérêt transfrontalier bénéficieraient de la diffusion de messages au niveau de l'UE: les risques et les performances inhérents aux produits financiers, qui sont d'une importance cruciale pour que les investisseurs particuliers puissent prendre des décisions en toute connaissance de cause et éviter les escroqueries (un problème majeur dans de nombreux États membres) ; ainsi que les différents horizons temporels des projets et des investissements proposés. En outre, des campagnes multicanaux à l'échelle de l'UE seraient utiles pour accroître la sensibilisation aux techniques habituelles d'escroquerie, afin d'atteindre le plus grand nombre de consommateurs/investisseurs européens potentiels.

Mieux prendre en compte l'intérêt du client : offrir un conseil de haute qualité aux investisseurs moins experts/autonomes.

Fournir davantage d'informations peut ne pas s'avérer suffisant pour les investisseurs de détail moins experts/autonomes, qui n'ont pas la capacité de comprendre les caractéristiques techniques des produits et l'impact de leur investissement (risques, rendements...). Pour que ces personnes puissent investir sur les marchés de capitaux de manière sûre et pertinente (c'est-à-dire choisir les produits les plus adaptés à leurs besoins), il est essentiel de maintenir un accès à un conseil fiable et de haute qualité, y compris pour les investissements en actions. Les épargnants devraient avoir le choix entre des services professionnels avec ou sans conseil, en fonction de leur profil et de leurs besoins et pour autant qu'ils aient reçu des informations claires sur ces services et leurs caractéristiques, afin d'appréhender les différences qui les distinguent les uns des autres et l'étendue de leur autonomie. En outre, l'accès au conseil ne devrait jamais être conditionné à la taille du portefeuille financier du client. En effet, le conseil en investissement est souvent le seul moyen de combler le manque de connaissances des personnes moins instruites sur le plan financier. Il s'agit également d'un élément clé pour protéger les intérêts des clients vulnérables.

La certification des conseillers financiers est un moyen de garantir la qualité du conseil. Dans ce domaine, il pourrait être utile de **développer un cadre général européen pour la certification des conseillers**, définissant des thèmes communs pour tester ces professionnels, tout en tenant compte des spécificités des marchés locaux. Un tel cadre pourrait également prévoir une forme d'équivalence entre les systèmes de certification nationaux des États membres qui sont déjà bien établis (comme le montre l'expérience de l'AMF en France, par exemple). Cette solution serait plus appropriée que le développement d'un label paneuropéen destiné aux conseillers financiers, qui aurait des limites s'il était appliqué sur la base de l'adhésion volontaire et entraînerait des difficultés en termes de définition des critères, de gouvernance et de lisibilité pour les investisseurs.

Le conseil financier évolue, dans un environnement où la digitalisation et la durabilité ont un impact significatif sur les investissements financiers. Les **robots-conseillers** (*robo-advisors*) se développent pour répondre aux besoins de certains investisseurs de détail (notamment les plus jeunes), mais il existe encore un certain nombre de barrières réglementaires à leur développement, qui devraient être évaluées pour améliorer leur efficacité/valeur ajoutée pour les clients de détail. D'autre part, les études menées par l'AMF montrent également que la plupart des investisseurs en France comptent encore sur une interaction directe avec un conseiller. Par conséquent, le maintien d'une approche multicanal serait efficace pour la plupart des investisseurs de détail. En ce qui concerne les **investissements durables**, des lignes directrices pourrait être élaboré à l'intention des conseillers financiers, afin de les aider à orienter leurs clients dans la compréhension des différents concepts de durabilité et de faire correspondre les produits aux préférences d'investissement de ceux-ci.

Bénéficier d'un conseil financier de qualité signifie également que les investisseurs particuliers doivent avoir accès à des conseils impartiaux. À cet égard, la directive MiFID II interdit aux entreprises de payer/recevoir des avantages pour les services où le client s'en remet à un expert pour un service de conseil indépendant ou de la gestion de portefeuille. S'agissant des autres services, ces avantages sont autorisés, à condition qu'ils soient destinés à améliorer la qualité du service au client et qu'ils n'empêchent pas les entreprises d'agir dans le meilleur intérêt de celui-ci. À l'avenir, afin de s'assurer que les investisseurs bénéficient effectivement de conseils impartiaux, **il conviendrait d'améliorer la lisibilité des informations sur les incitations** (*inducements*) ; un avis technique récent de l'ESMA contient des propositions visant à améliorer la clarté des informations sur les incitations (explication en termes simples, méthodologie harmonisée des informations à fournir) ; ces propositions devraient être soutenues.

À l'inverse, l'AMF n'est pas favorable à l'introduction d'une interdiction générale des incitations (*inducements*), car elle aurait un effet préjudiciable sur les investisseurs de détail en les privant de l'accès à un conseil approprié (au moins dans certains États membres comme la France). Une telle interdiction aurait pour effet indésirable de favoriser la vente de produits « maison » par les réseaux bancaires (qui pourraient par ailleurs utiliser d'autres systèmes de rémunération non visés par une interdiction, par exemple pour les flux intragroupes), au détriment des modèles d'architecture ouverte.