

## ▶ ÉDITO

La guerre en Ukraine et la manipulation à des fins géopolitiques par la Russie des échanges de céréales et d'hydrocarbures ont provoqué de vives tensions sur les prix des matières premières, avec des conséquences importantes sur les marchés dérivés agricoles et énergétiques. Ainsi, on a observé une forte augmentation des appels de marges des chambres de compensation vers les compensateurs d'une part, et de ces derniers vers leurs clients finaux d'autre part. Si ces appels ont pu jusqu'ici être honorés, ils ont induit des tensions de liquidité qui auraient pu mettre en difficulté les acteurs industriels du secteur de l'énergie, et par contagion le système financier.

Dans ce contexte, la Commission européenne, soutenue par l'ESMA, a envisagé un premier paquet de mesures à court terme via une proposition législative, et des mesures à plus long terme dans le cadre de la révision d'EMIR. Cependant, force est de constater que ces propositions ont été élaborées dans l'urgence et que, si elles débouchaient sur des mesures mal calibrées, elles pourraient conduire à l'éviction de certains acteurs du système de compensation, notamment industriels. L'AMAFI considère que toute modification de la réglementation doit s'appuyer sur des études d'impacts robustes prenant en compte toutes les incidences des mesures proposées. Une réflexion plus générale s'impose sur le partage du risque et celui des contributions nécessaires entre compensateurs, clients finaux, voire états, dans différents scénarii de crise.

Quoi qu'il en soit, il est indispensable de considérer le fonctionnement des marchés de l'énergie dans son ensemble pour avoir un système opérant de manière cohérente sur toute la chaîne de valeur : plateformes de négociation, chambres de compensation, membres compensateurs et clients. Il s'agit d'abord d'éviter que l'augmentation incontrôlée des prix d'un actif, et des appels de marge afférents, ne mette en défaut un acteur industriel par ailleurs viable. Il faut également poursuivre les réflexions sur les conditions de suspension des négociations et les *stress tests* de liquidité pour les acteurs non financiers exposés à des appels de marge potentiellement importants. Enfin, se pose la question des mécanismes de garanties publiques qui, pour permettre aux acteurs industriels de répondre à des appels de marge exceptionnels, devraient être d'une ampleur et d'une rapidité de mise en œuvre inédites. L'AMAFI entend bien entendu apporter sa contribution active à tous ces travaux, notamment via son Comité matières premières.

Stéphane Giordano, Stéphanie Hubert

## ▶ DOSSIER



## Krach ou simple purge, comment interpréter les corrections de marché ?

Qu'il s'agisse des actions ou des obligations, les indices sont tous en forte baisse depuis le début de l'année. Une situation qui tranche avec le rebond post-covid et sujette à de multiples interprétations.

# Krach ou simple purge, comment interpréter les corrections de marché ?

 Sandra Sebag

Près de 10% de baisse pour l'indice Eurostoxx (actions zone euro) au 23 novembre, -15,5% pour l'indice S&P 500 (actions américaines), - 15% pour les dettes souveraines de la zone euro (indice iboxx). Depuis le début de l'année, les marchés financiers des économies développées et de la majorité des économies émergentes enregistrent un recul qui dépasse largement celui constaté lors des principales crises précédentes, malgré des rebonds ponctuels. Il faut en effet revenir à la période où Paul Volcker présidait la banque centrale américaine (Fed) au tout début des années 80 pour constater une correction du même ordre sur le marché obligataire. A l'époque, la Fed avait initié une très forte hausse des taux d'intérêt – ces derniers passant de 11% environ à 20% – afin de combattre la *stagflation* qui sévissait aux Etats-Unis, ce qui avait conduit l'économie américaine en récession et déclenché une véritable crise mondiale. Depuis, d'autres krachs sont survenus sur les actions, mais à chaque fois, les corrections enregistrées sur les marchés obligataires ont été bien inférieures à celles constatées actuellement. En 2008 lors de la crise financière mondiale ou en 2011/2012 durant la crise de la dette souveraine en Europe, la baisse des actifs financiers avait de plus été couplée avec une crise économique majeure. Le parallèle entre les mouvements enregistrés cette année sur les marchés et les crises précédentes est donc difficile à établir. « *D'un point de vue factuel, nous ne pouvons rapprocher la situation actuelle de celle de 2008 ou encore de 2011. Si nous devons faire un parallèle, elle ressemblerait davantage aux chocs pétroliers du début des années 70, même si les systèmes financiers étaient alors très différents de ceux d'aujourd'hui. A cette époque – comme maintenant – la hausse des prix de l'énergie était liée à un choc d'offre dû à des tensions géopolitiques qui a été accentué – dans le cas présent – par les tensions sur les chaînes d'approvisionnement du fait du Covid* », avance Angelo Riva, professeur à l'European Business School (EBS) et chercheur associé à la Paris School of Economics (PSE). Par ailleurs, il n'y aurait pas aujourd'hui au sens propre de crise financière, si on la définit par le défaut d'une grande institution financière et/ou par une crise d'insolvabilité ou de liquidité d'intermédiaires financiers, hormis peut-être dans la crypto-sphère... « *Certes, les rumeurs et les mouvements constatés montrent une grande nervosité des opérateurs de marché, mais pour*

*l'heure, les établissements financiers, en particulier dans l'Union Européenne, ne présentent pas de risques majeurs, même si la prudence est de mise* », poursuit Angelo Riva. De même, les corrections sur les marchés financiers qui durent pourtant depuis plusieurs mois ne se sont toujours pas diffusées à l'économie réelle. « *Les marchés financiers ont enregistré ponctuellement depuis le début de leur décrochage, il y a maintenant près d'un an, des problèmes de liquidité mais ceux-ci ont rapidement été résolus et nous n'assistons pas à une diffusion des chocs de marché sur l'économie réelle. Les publications d'indicateurs macro-économiques ou encore les résultats des entreprises surprennent plutôt positivement* », relève Véronique Riches-Flores, économiste indépendante.

## Réduire les excès des années précédentes

Faute de parallèle, le comportement des marchés financiers aujourd'hui est ainsi sujet à de multiples interprétations. Plusieurs facteurs peuvent en effet entrer en ligne de compte pour expliquer les baisses : la hausse des prix de l'énergie et plus généralement des matières premières, la guerre en Ukraine, les blocages dans les chaînes d'approvisionnement à l'issue de la crise du covid, la hausse de l'inflation ... Tous ces paramètres se conjuguent et inquiètent les marchés financiers, mais aucun d'entre eux ne constitue l'explication centralement admise. A défaut d'une crise financière ou d'un krach financier majeur, les marchés financiers seraient plutôt, selon les spécialistes, en train de « purger » les excès des années précédentes. « *La notion de krach ne relève pas d'une quantification, ce n'est pas parce que les marchés actions ont plongé de 15 ou 20% depuis le début de l'année qu'il y a un krach. Un krach est une variation brutale, avec une dépréciation irrationnelle des actifs, ce qui n'a pas été observé sur le marché des actions cette année* », explique Stéphane Giordano, président de l'AMAFI. Bien au contraire, les valorisations seraient même en train de devenir plus rationnelles. C'est le cas notamment des valeurs technologiques et plus généralement des valeurs de croissance sur lesquelles les plus fortes corrections ont été enregistrées. Ces dernières ont longtemps affiché des valorisations décorréliées de leurs ►►

►► résultats économiques et financiers, certaines valeurs cotées en Bourse ne sont jamais parvenues à générer des résultats positifs alors qu'elles ont bénéficié de valorisations élevées et en croissance jusqu'à récemment. Elles étaient notamment portées par l'existence de taux d'intérêt bas, voire négatifs, et par un excès de liquidité qu'il fallait employer. Les corrections récentes ne constitueraient ainsi qu'un retour à la normale et à une valorisation en ligne avec les performances économiques dans un contexte où les banques centrales, cherchant à lutter contre l'inflation, augmentent les taux d'intérêt et cherchent à réduire les liquidités en circulation. Il faudrait ainsi remonter à 2008 et aux politiques mises alors en œuvre pour juguler les effets de la crise financière pour expliquer le comportement actuel des marchés financiers. « Depuis 2008, des politiques monétaires expansionnistes ont été menées afin d'enrayer les effets de la crise financière sur l'économie réelle. Ces politiques étaient indispensables, mais les modalités de mise en œuvre n'étaient pas toujours pertinentes. Le maintien de liquidités abondantes sur une longue période a entraîné une survalorisation des actions et de l'immobilier, une sorte d'inflation des prix de ces actifs. En revanche, jusqu'à récemment, les conséquences n'étaient pas perceptibles dans l'économie réelle, l'inflation étant restée sous contrôle », souligne Angelo Riva.

Mais la situation a radicalement changé avec la crise sanitaire et les pénuries induites car elles ont relancé une inflation qui avait disparu des économies développées. Les marchés ont pourtant voulu croire à une sortie de crise rapide et à un rebond durable alimenté - dans le sillage des années précédentes par une abondance de liquidité - mais celui-ci n'a été que temporaire. « Le rebond des marchés actions après le premier confinement en 2020 a été considérable. Si on considère l'Eurostoxx 50, l'indice européen n'avait pas réussi à progresser entre 2017 et 2019, en revanche, il a été en croissance en 2020 et en 2021. Aux Etats-Unis, les valeurs de croissance ont connu un fort rebond jusqu'à la mi 2021 », explique Véronique Riches-Flores. Les corrections actuelles ont effacé ce rebond. « Elles n'effraient pas à ce titre les investisseurs dont beaucoup considèrent que les hausses post-covid n'étaient pas vraiment justifiées d'un point de vue fondamental », poursuit Véronique Riches-Flores.

## Un ajustement à la hausse des taux d'intérêt

Du côté des marchés obligataires, le recul enregistré est lui aussi directement lié au changement d'orientation des politiques des banques centrales. La hausse des taux d'intérêt directs se traduit mécaniquement par une dégradation de la valorisation des titres car les deux (taux d'intérêt et valorisation) évoluent en sens inverse. Là encore, les opérateurs de marché estiment donc que les corrections sont rationnelles. « Certes, les volumes d'émissions se sont réduits, mais les marchés obligataires ont fait preuve de résilience et ont continué à offrir une liquidité et des prix en marché secondaire, tout en s'adaptant à un contexte nouveau : l'inflation a fait son retour, les banques centrales ont changé radicalement de stratégie en matière de taux d'intérêt et de liquidité, le contexte géopolitique avec la guerre en Ukraine est particulièrement inquiétant », souligne Stéphane Giordano.

Il n'en demeure pas moins que les spécialistes ne peuvent exclure l'apparition dans les prochaines semaines ou mois d'une crise financière en lien avec une dégradation de la croissance et une hausse induite des défauts. « Les prix de l'énergie devraient durablement rester élevés, le choc d'offre devrait perdurer, tandis que la hausse des taux d'intérêt va rendre difficile le financement d'entreprises et des particuliers. Le fonds monétaire international (FMI) est bien plus pessimiste dans ses prévisions pour 2023 que pour 2022. L'avenir est très incertain et les corrections actuelles peuvent se transformer rapidement en une crise financière », prévient Angelo Riva. L'évolution des taux d'intérêt devra à ce titre être au centre de toutes les attentions. « Pour l'instant, les résultats des entreprises tiennent et les indicateurs économiques surprennent favorablement, mais le point de bascule pourrait venir des taux d'intérêt réels, si ceux-ci deviennent positifs, les coûts de financement vont réellement peser sur les ménages et les entreprises », souligne Véronique Riches-Flores. La récession serait alors inévitable avec comme corollaire de nouvelles corrections sur les marchés financiers et des acteurs financiers qui pourraient rencontrer de réelles difficultés.



## L'analyse de ... Daniel Haguët

PhD, Professeur de Finance EDHEC Business School et co-président de la Commission Finance comportementale de la SFAF (société française d'analyse financière)

### Quels sont les apports de la finance comportementale à l'analyse des marchés financiers ?

Depuis de nombreuses années, des travaux ont été menés pour expliquer les mouvements de marché en dehors du modèle néo-classique traditionnel considérant l'hypothèse de l'efficacité des marchés financiers. Richard Thaler, par exemple, lauréat du prix Nobel d'économie en 2017, a démontré dès les années 80 (Werner F.M. De Bondt & Richard Thaler, 1985) que les marchés actions sur-réagissent aux bonnes nouvelles et sous-réagissent aux mauvaises. Ceci doit être associé à des biais de comportement des opérateurs de marché. Parmi ceux-ci figurent notamment les biais d'optimisme et de confiance ou encore le biais de disposition qui pousse les opérateurs à ne pas vendre à perte des actifs. En revanche, ce que nous savons sur les marchés obligataires montre qu'ils fonctionnent de façon beaucoup plus mécanique que les marchés actions. Ils s'inscrivent dans une relation inverse entre évolution des taux d'intérêt et valorisation. Pour autant, des inefficiences sont toujours possibles.

### Quelle lecture peut-on avoir des comportements actuels des marchés à la lumière de la finance comportementale ?

La finance consiste à prendre des décisions dans un contexte d'incertitude. Or le contexte actuel est marqué par une forte incertitude géopolitique sur laquelle les marchés financiers n'ont aucune prise. La guerre en Ukraine, le conflit larvé entre les Etats-Unis et la Chine notamment au sujet de Taïwan, les tensions entre les deux Corée... Difficile d'établir des prévisions à 3 mois ou à 6 mois. De plus, les opérateurs de marché, qui n'ont pour la plupart d'entre eux pas connu une conjoncture qui allie des taux d'intérêt élevés et une inflation en croissance, ne savent pas toujours comment agir dans une telle configuration. Enfin, la multiplication des canaux d'information et l'intensité des flux d'information (publications plus fréquentes des entreprises, instantanéité des réseaux sociaux...) poussent les intervenants de marché à agir en permanence (biais d'action). Tous ces facteurs cumulés expliquent la surréaction des marchés et l'extrême volatilité actuelle.

### Les marchés peuvent-ils basculer dans une crise plus profonde ?

S'il devait y avoir un catalyseur, il est probablement à rechercher du côté de la géopolitique ou de décisions politiques irréflechies, l'absence de rationalité n'étant pas que l'apanage des opérateurs de marché... Une accentuation et/ou un enlisement de la guerre en Ukraine ou encore l'émergence d'une nouvelle zone d'affrontement serait propice au déclenchement d'un accident de marché. Par ailleurs, les investisseurs notamment les particuliers souffrent du biais d'ancrage qui les empêche de prendre conscience du changement de régime macro-économique et de ses conséquences au niveau patrimonial. Des arbitrages sont nécessaires entre les actifs et au sein notamment des contrats d'assurance vie avec des effets qui pourraient être conséquents sur l'industrie financière.

ICSA

## Réunion intérimaire, Londres, 17 novembre 2022



L'*International Council of Securities Associations* (ICSA) a tenu sa réunion intérimaire à Londres, le 17 novembre dernier. Outre les discussions portant sur le bon fonctionnement de l'Organisation, cette réunion fut l'occasion pour les membres d'échanger avec Dietrich Domanski, Secrétaire général du Conseil de Stabilité Financière (CSF) sur les différentes menaces pesant sur la stabilité financière, au plus haut depuis la crise financière de 2008.

Dietrich Domanski a notamment fait référence au niveau particulièrement élevé de l'inflation et à l'augmentation des taux d'intérêt provoquant un durcissement des conditions de financement, alors même que l'endettement des ménages, des entreprises et des États a atteint un niveau préoccupant.

Il a également souligné les enjeux liés à la liquidité des institutions financières non bancaires et leur impact sur la stabilité du système financier du fait de leur rôle de plus en plus prépondérant dans le financement de l'économie. Par ailleurs, il a pointé la nécessité de mettre en œuvre un cadre réglementaire équilibré pour les cryptos actifs, permettant non seulement de mieux appréhender les risques, mais aussi de favoriser leur développement au regard des bénéfices potentiels. Enfin, il a détaillé les travaux en cours au sein du CSF pour permettre une approche mondiale en matière de publication des risques financiers associés au réchauffement climatique.

**Arnaud Eard**

## EFSA

### Réunion Bruxelles, 8 et 9 novembre 2022

L'ABMB, Association Belge des Membres de la Bourse, a accueilli ses homologues européens d'EFSA, *European Forum of Securities Associations*, à Bruxelles, les 8 et 9 novembre derniers. Stéphanie Hubert, Directrice générale et Arnaud Eard, Directeur des affaires européennes et internationales y représentaient l'AMAFI.

Cette réunion, dans la continuité de celle qui s'était tenue à Stockholm en juillet dernier, a notamment permis de s'accorder sur les missions et la gouvernance de l'EFSA pour ainsi lui donner une nouvelle impulsion et relancer ses actions communes. L'AMAFI se réjouit que les membres se soient entendus sur ce cadre commun dont l'objectif est d'améliorer la visibilité des positions défendues par l'EFSA afin de mieux représenter les intérêts du *sell-side* européen à Bruxelles.

A cette occasion, un accord a également pu être trouvé sur une note de position commune sur la révision de MiFIR (AMAFI / 22-82), qui servira de fondement à des discussions conjointes avec les députés et les autorités européennes.

La prochaine réunion d'EFSA aura lieu à Stockholm les 24 et 25 avril 2023, en marge du forum Eurofi.

Arnaud Eard

## MIF 2

### Protection des investisseurs

#### Retail Investment Strategy

Le 26 septembre, la Commission européenne a publié un questionnaire sur un ensemble de dispositions nouvelles qu'elle envisage, dans le cadre de sa *Retail Investment Strategy*, afin d'enrichir les régimes de vérification des caractères approprié et adapté (*appropriateness* et *suitability*) des investissements. Un *Open hearing* s'est tenu le 28 septembre sur ce projet, auquel l'AMAFI a participé, notamment pour soutenir la nécessité de maintenir deux régimes distincts, les clients ne souhaitant pas tous être conseillés dans leurs investissements.

Après avoir informé la Commission de l'impossibilité de répondre dans les délais impartis – particulièrement courts – aux questions posées, l'ensemble des associations professionnelles françaises travaillent aujourd'hui sur une note de position commune qu'elles adresseront prochainement à la Commission.

Par ailleurs, une rencontre a eu lieu entre l'AMAFI, la DDV (association allemande des produits dérivés) et la DGT, le 24 octobre, afin d'échanger sur les priorités communes des deux associations (AMAFI / 22-78) concernant la *Retail Investment Strategy*. Parmi les sujets abordés, les alternatives à une éventuelle interdiction du régime des rétrocommissions ont dominé la discussion, notamment s'agissant de la *Value for Money* des instruments financiers commercialisés et de l'amélioration de la transparence et des modalités de fourniture des services d'investissement aux clients de détail.

#### Gouvernance produits

A l'occasion de la consultation lancée début juillet par l'ESMA sur la mise à jour de ses Orientations relatives aux exigences en matière de gouvernance des produits dans le cadre de l'intégration des enjeux ESG à MIF 2, l'AMAFI a fait part de nombreuses observations (AMAFI / 22-69). Elle a notamment appelé à une certaine flexibilité dans les méthodologies pouvant être utilisées aux fins de la définition des critères de durabilité des instruments financiers, y compris quant aux types de données ESG utilisées. Cette flexibilité s'impose pour la période où les données, dont la publication est requise par les nouveaux textes européens sur la finance durable (notamment CSRD), ne seront pas encore disponibles du fait des dates d'entrée en application postérieures de ces textes.

#### Impact de l'inflation sur la mise en œuvre de MIF 2

L'ESMA a publié le 27 septembre une déclaration relative à l'impact de l'inflation sur la fourniture de services d'investissement. Elle y rappelle aux professionnels que l'inflation et les risques inflationnistes doivent être pris en compte dans la fourniture de services d'investissement à leur clientèle de détail et en particulier dans la fourniture d'informations, les exigences d'adéquation et celles relatives à la gouvernance des produits. L'AMAFI travaille avec les membres de ses Comités Conformité à clarifier certains des impacts opérationnels de cette déclaration sous la forme d'une note d'interprétation.

Catherine Balençon

## RÉVISION MIFIR

### Rencontre Ministère des finances du Portugal, 14 novembre

Dans le cadre des négociations en cours au sein du Conseil européen sur la révision de MiFIR, Stéphane Giordano, Président de l'AMAFI, et Arnaud Eard, Directeur des affaires européennes et internationales, ont rencontré des représentants du Ministère des finances du Portugal afin d'échanger sur le texte de compromis préparé par la présidence tchèque du Conseil.

L'AMAFI a rappelé l'importance d'accroître la compétitivité des acteurs et l'attractivité du cadre réglementaire européen. Elle s'est ainsi félicitée des propositions tchèques concernant les régimes de transparence action et non-action, dont l'un des principaux objectifs est d'éviter la création d'un écart réglementaire avec le Royaume-Uni, qui pourrait entraîner un transfert de liquidité. Les représentants portugais ont indiqué être dans l'ensemble favorables aux propositions concernant le régime de transparence non-action. En revanche, ils se sont montrés plus réservés s'agissant des propositions de réformes du régime de transparence action qui seraient trop similaires, selon eux, à celles envisagées par les autorités britanniques.

Concernant la création d'une *Consolidated Tape (CT)* pré-négociation pour les actions, l'AMAFI, aussi bien que les représentants portugais, déplorent la direction prise par les négociations au sein du Conseil européen qui semble se diriger vers la mise en place d'une CT post-négociation uniquement.

Enfin, concernant le PFOF (*Payment for Order Flow*), sujet central pour envisager un accord sous la présidence tchèque, l'AMAFI a souligné que, dans l'éventualité d'une interdiction, il était primordial qu'elle se limite aux actions et n'impacte pas d'autres produits tels que les warrants dont le mécanisme de formation des prix n'est pas lié aux ordres. Sur ce sujet, les représentants portugais ont indiqué ne pas être favorables à l'interdiction et favoriser plutôt un meilleur encadrement des pratiques associées au PFOF.

### Rencontre Parlement européen, 17 novembre

Dans le cadre des négociations en cours au sein de la Commission ECON du Parlement européen, une délégation de l'AMAFI, conduite par son Président, a rencontré l'eurodéputée Danuta Hübner, Rapporteuse sur la révision de MiFIR, afin d'échanger sur les propositions d'amendements déposées par les eurodéputés. L'AMAFI lui avait communiqué ses propres projets d'amendements mi-octobre, relatifs notamment à la création d'une *Consolidated tape* pré-négociation action et à des régimes de transparence action et non action attractifs (*AMAFI / 22-70*).

Si la Rapporteuse s'est montrée plutôt optimiste quant à la possibilité que le rapport final puisse proposer la mise en œuvre d'une *Consolidated tape* pré-négociation ambitieuse pour les actions, elle s'est montrée plus sceptique quant à une réforme du régime de transparence action prenant en compte la compétitivité des acteurs de l'Union. L'AMAFI a, une nouvelle fois, rappelé l'importance de prendre en compte les réformes envisagées au Royaume-Uni afin d'éviter un potentiel transfert des volumes négociés résultant d'un défaut d'attractivité et de compétitivité des marchés européens action et obligataire.

Enfin, s'agissant du PFOF et d'une éventuelle interdiction de cette pratique, D. Hübner a indiqué que c'était le sujet le plus clivant et que les négociations s'annoncent délicates.

Arnaud Eard

## INTERRUPTIONS DE MARCHÉ

### Protocoles de communication

Dans le cadre du projet de révision de la directive MIF 2, l'ESMA a publié en septembre 2021 *un rapport sur le trading algorithmique* comprenant un certain nombre de propositions dont celle de fournir des orientations sur la manière dont une plateforme de négociation doit communiquer aux participants de marché en cas de panne de la plateforme.

L'Autorité européenne a ainsi lancé une consultation sur la manière dont les Autorités Nationales Compétentes (ANC) doivent s'assurer que les plateformes de négociation ont mis en place des protocoles appropriés garantissant la communication aux participants et au public pendant une panne. Bien que cette consultation s'adresse en premier lieu aux ANC et aux plateformes de négociation, l'AMAFI y a répondu en insistant notamment sur le besoin d'harmonisation des protocoles de communication entre pays de l'Union européenne pour permettre une meilleure cohérence des règles et éviter tout avantage compétitif d'une plateforme par rapport à une autre du fait de la réglementation.

Emmanuel de Fournoux, Mathilde Le Roy

## RÉGIME DES EI

### Pilier 2

Après les nombreuses réflexions menées avec les institutions nationales, DGT et ACPR, sur les entreprises d'investissement (EI) de classe 1 (établissements de crédit et d'investissement ou ECI) et sur leurs demandes d'agrément, les échanges se poursuivent sur les entreprises d'investissement de classe 2 notamment (EI de taille intermédiaires et non systémiques), et en particulier sur l'intégration des exigences dites du Pilier 2 (fonds propres complémentaires qui peuvent être exigés par l'autorité de supervision dans le cadre d'un processus normalisé).

Dans ce contexte, l'AMAFI a obtenu de l'ACPR diverses précisions sur le fonctionnement de ce Pilier 2, notamment sur le processus interne d'évaluation de l'adéquation du capital et sur le processus de contrôle et d'évaluation prudentiels (AMAFI / 22-81).

Emmanuel de Fournoux, Mathilde Le Roy

## INTRODUCTIONS EN BOURSE

### Réunion avec l'AMF

Dans le cadre de son Comité opérations financières (COF), l'AMAFI a examiné la recommandation de Paris Europlace tendant à rendre optionnelle la tranche réservée aux investisseurs de détail dans les introductions en Bourse. Le sujet a été ensuite discuté lors d'une réunion entre le COF et l'AMF, le 22 septembre dernier (AMAFI / 22-79). À cette occasion, les membres du COF ont indiqué accorder plus d'importance à un raccourcissement de la période d'offre de 6 à 3 jours plutôt qu'à l'optionnalité de la tranche « retail », évolution à laquelle ils ne sont cependant pas opposés.

Ce raccourcissement, qui nécessite une modification du droit européen pourrait être compris dans une future proposition de « Listing Act » que la Commission européenne a annoncée pour la fin de l'année. Cette réunion avec l'AMF ayant permis des échanges très riches, il a été convenu que le COF et l'Autorité se rencontreraient dorénavant au moins une fois par an.

Thiebold Cremers, Clara Le Du,  
Léa Verucchi

## LCB-FT

### Questionnaire annuel

L'ACPR a présenté le 3 octobre 2022 aux membres de la Commission Consultative LCB-FT, dont fait partie l'AMAFI, son projet de Questionnaire annuel Lutte contre le Blanchiment (QLB) allégé, que l'Association avait demandé lors de la consultation sur la révision du QLB général (AMAFI / 22-51).

A cette occasion, l'AMAFI (AMAFI / 22-71), a souligné le manque de lisibilité des questions filtres proposées, la nécessité d'étendre les allègements aux assujettis exerçant une activité de « pure » exécution d'ordre pour compte de tiers, ainsi que la nécessité de supprimer la condition d'éligibilité relative au type de clientèle servie pour les activités donnant droit à allègement (limitée à la clientèle institutionnelle de l'UE ou de l'EEE).

Suite à ces observations, l'AMAFI a accueilli favorablement la reformulation des questions filtres opérées par l'Autorité mais a regretté ne pas avoir été entendue sur la nécessité d'un allègement pour les entités ne proposant pas la tenue de compte et dont l'activité se limite à la réception transmission d'ordres et/ou l'exécution d'ordres pour le compte de tiers, quelle que soit la nature de leur clientèle.

Julie Dugourgeot, Catherine Balençon

## WEBINAIRE > AGENDA

### EMIR Refit, 9 décembre

Avec la participation d'Ernst & Young, Anna DSB (*Association of National Numbering Agencies - Derivatives service bureau*) et DTCC (*Depository Trust & Clearing Corporation*), l'AMAFI organise le 9 décembre 2022, de 10h à 12h un webinaire sur les reporting dans le cadre d'EMIR Refit (Règlement (UE) 2019/834) et les principaux enjeux autour de la normalisation des messages (passage à la norme ISO 20022) et de l'identification des instruments dérivés (UPI).

➤ Renseignements et inscription sur [www.amafi.fr](http://www.amafi.fr)

Emmanuel de Fournoux, Mathilde Le Roy

## ACTIFS NUMÉRIQUES

### Régime Pilote

L'AMAFI, via son groupe « Actifs numériques », suit de près les évolutions législatives et réglementaires concernant les titres financiers qui prennent la forme d'actifs numériques (notamment en raison de leur inscription en *blockchain*). En ce qui concerne en particulier le régime Pilote issu *du règlement (UE) 2022/258* qui doit entrer en vigueur le 23 mars 2023, la question se pose de savoir s'il faut adapter le droit français afin de permettre l'application de ce régime. Par exemple, quel est le droit applicable aux titres enregistrés en *blockchain* ?

Le CCLRf a retenu la proposition du Trésor de renvoyer à une ordonnance les modifications éventuellement requises, ce qui s'avère préférable pour ces sujets techniques.

Thiebold Cremers, Clara Le Du,  
Léa Verucchi

## WEBINAIRE > DÉBRIEF

### Régime pilote, 7 novembre

Le 7 novembre dernier, l'AMAFI et le cabinet d'avocats Clifford Chance ont organisé, dans le cadre de l'AEDBF, un webinaire sur le régime Pilote issu *du règlement (UE) 2022/258*.

Après une description générale de ce régime, plusieurs problématiques spécifiques ont été évoquées, notamment la question de l'utilisation de la monnaie banque centrale ou de la monnaie banque commerciale pour le règlement de la contrepartie espèces.

L'AMAFI a une préférence pour l'utilisation de la monnaie banque centrale.

Thiebold Cremers, Clara Le Du, Léa Verucchi

## WEBINAIRE > DÉBRIEF

### Jurisprudence AMF, 15 septembre

Le 15 septembre dernier, l'AMAFI et le cabinet d'avocats Gide Loyrette Nouel ont organisé le webinaire « *6 mois de jurisprudence AMF en 60 minutes* ». Une *décision* de la Cour d'appel de Paris (20/0829907) du 24 mars 2022 relative à une prise de participation rampante, ainsi qu'une *décision* de la Commission des sanctions de l'AMF (SAN-2022-06) du 6 mai 2022 précisant la notion d'ordres agressifs et passifs, ont notamment été analysées au cours de cet événement.

Thiebold Cremers, Clara Le Du,  
Léa Verucchi

## TVA

### Facturation électronique et transmission des données de transaction

La définition du cadre législatif et réglementaire de la réforme relative à la généralisation de la facturation électronique dans les transactions entre assujettis à la TVA (*e-invoicing*) et à la transmission des données de transaction (*e-reporting*) se poursuit avec la publication d'un décret et d'un arrêté ministériels au Journal officiel du 9 octobre 2022. Après l'adoption de l'ordonnance du 15 septembre 2021 relative à cette réforme, ces deux textes apportent des précisions sur les modalités techniques de mise en œuvre de ces nouvelles obligations déclaratives dont l'entrée en vigueur est fixée entre le 1<sup>er</sup> juillet 2024 et le 1<sup>er</sup> juillet 2026 selon la taille des entreprises concernées.

Une information détaillée a été envoyée aux adhérents de l'Association le 12 octobre dernier.

Afin de permettre aux prestataires de services d'investissement d'intégrer au mieux leurs nouvelles obligations déclaratives par voie électronique, le pôle fiscal de l'AMAFI participe activement aux échanges avec la DGFiP et aux travaux de Place menés notamment dans le cadre du MEDEF et celui de la FBF.

Eric Vacher, Maguette Diouf

## CONFÉRENCE > DÉBRIEF

### TVA Assujetti unique, 4 octobre

Organisée le 4 octobre dernier par PwC Société d'Avocats et la Fédération Bancaire Française, avec la participation de l'AMAFI et de France Assureurs, la conférence sur la mise en place du régime de l'Assujetti Unique à la TVA et ses enjeux pour les acteurs du secteur financier a réuni près de 200 participants.

À cette occasion, le Chef du Bureau TVA de la Direction de la Législation fiscale (DLF), Vincent Petit, a apporté des éclairages sur les modalités de mise en œuvre de ce nouveau dispositif dans le secteur bancaire et financier. La FBF et France Assureurs ont présenté leur lecture du régime au regard des droits à déduction. De leur côté, Jean-Olivier Huyn, Directeur fiscal groupe - Crédit Agricole SA, Emmanuel Strauss, Directeur fiscal Natixis SA/Groupe BPCE et Olivier Taillardat, Directeur fiscal groupe AXA ont partagé leurs premiers retours d'expérience dans le cadre d'une table ronde animée par l'AMAFI.

L'Administration a publié quelques jours plus tard, sous forme de consultation publique, ses commentaires administratifs du nouveau régime d'assujetti unique sur le [Portail internet du Bulletin Officiel des Finances Publiques](#).

- 🔗 La [présentation](#) de cette conférence est disponible sur le site de l'AMAFI, ainsi que le [replay](#).

Eric Vacher, Maguette Diouf

## WEBINAIRE > AGENDA

### TTF Hongroise, 7 décembre 2022

Afin de fournir aux opérateurs concernés un éclairage pertinent sur le nouveau dispositif de Taxe sur les transactions financières (TTF) adopté en Hongrie et un point de comparaison avec les dispositifs de TTF existants, un Comité fiscal élargi se tiendra sous forme de webinaire, le 7 décembre 2022, pour discuter des derniers développements et échanger avec les experts du réseau PwC de Paris et de Budapest.

La Hongrie met en place, depuis le 1<sup>er</sup> août dernier, cette nouvelle TTF très différente dans sa conception et ses modalités de celles déjà mises en œuvre en Europe (France, Italie, Espagne) au cours des dix dernières années. Si ce nouveau dispositif a été précisé par un décret portant sur les « Extra Profit Taxes » et que des premiers commentaires administratifs ont pu être apportés, de nombreuses questions demeurent ouvertes à ce jour, particulièrement en ce qui concerne les chaînes d'intermédiation ou le champ d'application de la taxe.

- 🔗 Renseignements et inscription sur [www.amafi.fr](http://www.amafi.fr)

Eric Vacher, Maguette Diouf

## FINANCE DURABLE

### Dérivés et Finance durable

L'AMAFI poursuit ses réflexions avec les membres de son Groupe Dérivés et Finance durable sur une méthodologie pour inclure les produits dérivés dans le *reporting* dû par le Règlement Taxonomie et plus particulièrement dans le *Green asset ratio* (GAR), cet indicateur de la part des actifs du portefeuille bancaire associés à des activités respectueuses de l'environnement comme l'entend le Règlement.

Ce travail s'inscrit dans un contexte plus large où l'approche qui sera choisie concernant le GAR est susceptible d'être répliquée dans d'autres réglementations sur la finance durable (SFDR et MIF II notamment) qui n'ont pas encore tranché la manière dont les dérivés doivent être considérés mais vers lesquelles les autorités européennes tournent maintenant leur attention.

L'Association entend ainsi non seulement nourrir les réflexions de Place sur ce sujet, mais également contribuer aux réflexions en cours auprès de la Commission Européenne et des Autorités européennes de supervision.

Lina Jouker, Stéphanie Hubert

## ACTIVITÉS

**Chiffres-clés**  
du 01/11/2021  
au 01/11/2022

**28**

Réponses à des consultations  
publiées ou en cours

**19**

Notes de position /  
de problématique

**28**

Notes d'information

**17**

Conférences et événements  
AMAFI

**3**

Normes professionnelles  
en vigueur

**6**

Bonnes pratiques  
professionnelles en vigueur

## CONTACTS

### Catherine Balençon

01 53 83 00 87 | cbalencon@amafi.fr

### Ashley Berne

01 53 83 00 74 | aberne@amafi.fr

### Salma Boussalam

01 53 83 00 85 | sboussalam@amafi.fr

### Philippe Bouyoux

01 53 83 00 84 | pbouyoux@amafi.fr

### Thiebold Cremers

01 53 83 00 91 | tcremers@amafi.fr

### Maquette Diouf

01 53 83 00 88 | mdiouf@amafi.fr

### Arnaud Eard

01 53 83 00 75 | aeard@amafi.fr

### Julie Dugourgeot

01 53 83 00 85 | jdugourgeot@amafi.fr

### Emmanuel de Fournoux

01 53 83 00 78 | edefournoux@amafi.fr

### Stéphanie Hubert

01 53 83 00 95 | shubert@amafi.fr

### Lina Jouker

01 53 83 00 86 | ljouker@amafi.fr

### Clara Le Du

01 53 83 00 76 | cledu@amafi.fr

### Alexandra Lemay-Coulon

01 53 83 00 71 | alemaycoulon@amafi.fr

### Mathilde Le Roy

01 53 83 00 73 | mleroy@amafi.fr

### Éric Vacher

01 53 83 00 82 | evacher@amafi.fr

### Léa Verucchi

01 53 83 00 83 | lverucchi@amafi.fr

Directrice de publication Stéphanie Hubert | Rédacteur en chef Philippe Bouyoux | Rédaction dossier Sandra Sebag |  
Direction artistique Rodolphe Herrera | Maquette Sabine Charrier | N° ISSN : 1761-7863 |

## PUBLICATION

### Politique monétaire, taux, inflation, jusqu'où irons-nous ?

L'AMAFI et la Revue Banque publient  
un nouveau supplément intitulé  
« **Politique monétaire, taux, inflation,  
jusqu'où irons-nous ?** ».

Fin de l'argent facile, nouvelles politiques monétaires des  
banques centrales et retour de l'inflation changent la donne. Les  
conséquences sur le financement des Etats et des entreprises,  
mais aussi sur le financement de la transition énergétique sont  
nombreuses. Autant de questions stratégiques qui seront abordées  
dans ce numéro par une palette de contributeurs.

👉 [Accédez à la publication](#)

Cette publication fera l'objet d'un débat public le 12 décembre  
prochain à 18h, animé par Fabrice Lundy. [Inscription.](#)

Retrouvez toutes les publications réalisées dans le cadre du  
[partenariat AMAFI-Revue Banque.](#)

**Philippe Bouyoux**



## NOMINATION

**Aimée Camilli** a été nommée Présidente du Comité Conformité Banque Privée  
de l'AMAFI, le 9 novembre dernier, en remplacement de Pierre-Emmanuel  
Charrette qui avait remis sa démission. Aimée Camilli est Responsable de  
la Gestion des risques au sein d'UBS France, en charge notamment de la  
Conformité, de la LCB/FT et du Contrôle permanent. L'AMAFI lui souhaite plein  
succès dans la conduite de cette tâche et remercie Pierre-Emmanuel Charrette  
pour son engagement au service du Comité.

**Catherine Balençon**



ASSOCIATION  
FRANÇAISE  
DES MARCHÉS  
FINANCIERS



[www.amafi.fr](http://www.amafi.fr)



<http://amafi.fr/topics/en/Linfo-amafi>



[@AMAFI\\_FR](https://twitter.com/AMAFI_FR) [in amafi-france](https://www.linkedin.com/company/amafi-france)

13, rue Auber, 75009 Paris | Tél.: 01 53 83 00 70 | email : [info@amafi.fr](mailto:info@amafi.fr)

Les documents cités dans cette lettre sont disponibles sur le site [www.amafi.fr](http://www.amafi.fr) lorsqu'il s'agit de documents publics ( notamment les réponses de l'AMAFI aux consultations publiques identifiables par *la couleur verte* ). Pour les autres documents, ils sont disponibles sur le site réservé aux adhérents.