

▶ ÉDITO

Nos adhérents le savent bien : l'essentiel du cadre de régulation des acteurs de marché est aujourd'hui défini au niveau européen. Depuis l'adoption de la directive sur les services d'investissement en 1993 puis l'accélération induite par les crises de 2008 et 2010, ce cadre ne cesse de se préciser, s'élargir à de nouvelles activités et parfaire l'harmonisation entre États membres.

Cette évolution a conduit l'AMAFI à s'adapter en conséquence. Au fil des ans, cette Lettre a reflété l'importance croissante de cette dimension européenne, qui a justifié à partir de 2002 la création d'un poste dédié au suivi et à la coordination des dossiers européens. Une autre étape a été amorcée en 2018 avec la création de la Commission Action Européenne, qui, en appui du Conseil de l'Association, définit et suit les actions de représentation d'intérêts concernant les textes élaborés directement ou indirectement dans le cadre des institutions européennes. Cette Commission marque la volonté de l'Association d'associer ses adhérents, non seulement au volet technique des sujets traités, mais aussi à leur aspect stratégique, en actionnant le niveau institutionnel adéquat.

Aujourd'hui, une nouvelle étape est franchie avec la mise en place, depuis le 1^{er} mars, d'un bureau à Bruxelles : la présence au plus proche des institutions européennes de notre responsable des affaires européennes et internationales, M. Arnaud Eard, est le gage sur les dossiers à enjeux pour la profession non seulement d'un suivi plus fin mais également de contacts plus réguliers avec les différents échelons participant à l'élaboration de la réglementation européenne. À l'heure où de nombreux textes particulièrement structurants sont à l'agenda de l'Union européenne, il est plus que jamais primordial d'amplifier la capacité de l'AMAFI à agir à ce niveau. Même si les moyens disponibles pour se faire restent modestes, cela est la condition pour que, face à des objectifs de régulation légitimes, soient suffisamment entendues les solutions constructives que l'Association peut dégager pour prendre en compte les contraintes et préoccupations des acteurs de marché.

Naturellement, l'Association reste attentive par ailleurs aux développements en cours hors de l'Union européenne, les enjeux de compétitivité et d'adaptation du cadre de régulation dépassant largement le seul territoire de l'Union.

Stéphane Giordano, Stéphanie Hubert

▶ DOSSIER



Bilan prometteur pour la recherche sponsorisée

Depuis l'entrée en vigueur de la directive MiFID II, la recherche financière *sell side* a diminué en volume au détriment des petites et moyennes capitalisations. Pour enrayer cette tendance la Place s'est organisée à un moment où les besoins des investisseurs vont croissants.

Bilan prometteur pour la recherche sponsorisée

 Sandra Sebag

L'entrée en vigueur en 2018 de la directive MiFID II a profondément bouleversé le monde de la recherche financière en modifiant la facturation de ce service par les investisseurs professionnels et en particulier par les gérants d'actifs. Ces derniers l'achètent désormais, ne pouvant la refacturer à leurs clients que dans des conditions complexes. Ce changement les a donc conduits à en réduire l'usage. De leurs côtés, les *brokers* ont dû adapter leur modèle économique. Ils ont revu leur tarification à la baisse et ont diminué leur production non rentable. « Depuis l'instauration de MiFID II, la valeur accordée à la recherche financière a diminué, les budgets dédiés sont en baisse, les *brokers* subissent une pression sur leurs revenus qui s'est encore accentuée avec les corrections enregistrées par ailleurs sur les marchés financiers en 2022 », relate Matthias Desmarais, Responsable de l'intermédiation Actions chez Oddo BHF. Les fournisseurs de recherche ont eu ainsi tendance à réduire ces dernières années les effectifs dédiés. « Les acteurs ont dû revoir leur structure de coûts, certains ont licencié, d'autres ont augmenté le nombre de titres suivis par analyste, d'autres enfin ont eu tendance à avoir davantage recours à des analystes juniors. Toutes ces évolutions ont eu une incidence sur la qualité de la recherche », avance Matthias Desmarais. Les études réalisées dans ce domaine sont sans appel. MifidVision, enceinte qui regroupe notamment les principales associations professionnelles de la Place de Paris, a publié en 2021 une enquête indiquant que 79% des investisseurs interrogés avaient noté une dégradation de la recherche sur les petites capitalisations, 67% sur les moyennes capitalisations et seulement 30% constataient une baisse de la qualité et du volume de la recherche sur les grandes capitalisations. L'AMF notait de son côté dès 2020 une baisse de 11% de la couverture sur les petites et moyennes capitalisations entre 2018 et 2019, soit un an après l'entrée en vigueur de la directive. En parallèle, MifidVision avait relevé une augmentation de la recherche sponsorisée, c'est-à-dire, la recherche financée partiellement ou totalement par les émetteurs qui s'inspire du *business model* des agences de notation. Et cette dernière concerne majoritairement les entreprises délaissées par les analystes financiers à savoir les petites et moyennes capitalisations.

Une pratique qui pourrait faire école

Mais pour que la recherche sponsorisée gagne ses lettres de noblesse, encore fallait-il encadrer cette pratique ! Ce fût chose faite en 2021. Pour sécuriser cette pratique, l'AMAFI, l'AFG et la SFAF se sont accordées au printemps 2022 sur une charte de bonnes pratiques. Celle-ci définit les obligations en termes de transparence et d'objectivité des analystes financiers, de rémunération de la recherche et de diffusion. Pour les professionnels, cette charte formalise une activité déjà ancienne et permet d'éviter que celle-ci ne soit considérée comme de la communication par le régulateur. « L'objectif de la charte est principalement d'éviter une requalification de la recherche sponsorisée en document de communication et/ou marketing par les autorités », explique Emmanuel de Fournoux, Directeur des activités de marché à l'AMAFI. Elle a ainsi été établie en concertation avec l'Autorité des marchés financiers (AMF) et pourrait même faire école en Europe. Le projet « Listing Act » de la Commission Européenne en cours de négociation pourrait prévoir une extension à l'ensemble de l'Europe du recours à cette forme d'auto-régulation.

Le premier bilan de la charte est en effet positif. Moins d'un an après son adoption, la majorité des contrats de recherche sponsorisée en France relève de cette dernière. « Nous avons dénombré 217 contrats dont certains peuvent couvrir plusieurs fois le même émetteur qui sont conformes à la charte de Place sur la recherche sponsorisée, la majorité des contrats concernés ont été signés depuis plus de deux ans et ont été basculés sous le « format » Charte. Les nouveaux contrats sont majoritairement conformes au nouveau dispositif », indique Emmanuel de Fournoux. Tous les *brokers* ont entamé cette bascule, même si pour certains, la recherche sponsorisée correspond à l'essentiel du chiffre d'affaires, quand pour d'autres, elle n'entre qu'à titre accessoire. « Nous couvrons environ 1000 émetteurs dont 140 dans le cadre de contrats de recherche sponsorisée, il s'agit principalement d'entreprises dont la capitalisation est comprise entre 100 et 500 millions d'euros », indique par exemple Pierre Boucheny, Responsable de la recherche actions en France de Kepler Chevreux. Oddo BHF avance de son ►►

►► côté le chiffre de 5% des entreprises suivies par les analystes. De leurs côtés aussi, les entreprises auraient également bien accepté cette charte. « *Les modifications introduites étaient déjà largement intégrées dans nos pratiques. Les points les plus sensibles sont probablement la durée minimale, qui est maintenant de deux ans au lieu d'un pour les nouveaux contrats, et la facturation de 50% de l'année en début de période. La charte a surtout eu le mérite de clarifier une situation existante et de renforcer la gestion des conflits d'intérêts. Ce nouveau cadre est propice au développement de cette recherche* », commente Vincent Le Sann, Responsable de l'activité marché chez Portzamparc. Les entreprises sont d'autant plus incitées à la faire que la recherche sponsorisée n'est pas le seul service offert. « *Nous aidons en parallèle les entreprises à avoir davantage de visibilité auprès des investisseurs, nous organisons à ce titre des road shows qui leur permettent de se faire connaître* », souligne Alice Ayme, Responsable de *corporate finance* chez TP ICAP Midcap. Ce service global est généralement proposé. « *Les émetteurs viennent chercher avant tout de la visibilité et un accès aux investisseurs. Ils n'ont aucune certitude dans le cadre de ce type de contrat sur les recommandations des analystes financiers* », confirme Pierre Boucheny.

Des besoins qui dépassent la simple analyse financière

Cette charte intervient également à point nommé pour les investisseurs. Ces derniers ont en effet souligné dans la plupart des enquêtes une dégradation de la qualité et du volume de la recherche à un moment où leurs besoins vont croissants. Outre les informations financières sur les entreprises toutes tailles de capitalisations confondues et

sur certaines entreprises non cotées, ils doivent accéder à un grand nombre de données et d'analyses extra-financières afin de répondre aux exigences de *reportings* des régulateurs dans le cadre du *package* réglementaire sur la finance durable. Pour répondre à cette demande, les *brokers* sont ainsi en train de modifier leur méthodologie. « *Nous utilisons maintenant systématiquement des critères ESG (environnement, social et gouvernance) pour*

analyser les entreprises en plus des critères financiers. Il nous paraît important d'avoir une vision à 360 degrés de l'activité des entreprises afin de les évaluer. Nous nous appuyons sur une quarantaine de paramètres qui viennent pondérer à la hausse ou à la baisse la valorisation estimée d'une entreprise », explique Vincent Le Sann. Ils ont également besoin de moyens pour renforcer leurs expertises. « *Nous avons constitué une*

équipe comprenant quatre analystes ESG qui collaborent avec les analystes financiers et sont en lien avec les investisseurs, nous avons pu ainsi établir un profil ESG sur les trois quart des entreprises suivies, mais il demeure toujours très difficile de quantifier l'incidence en termes de valorisation de ces critères, sauf quand une controverse se fait jour », indique Pierre Boucheny. Ces travaux sont d'autant plus importants que, pour l'heure, il n'y a pas de consensus sur la façon dont ces critères affectent les valorisations. « *Nous établissons des recommandations ESG sur certaines valeurs en particulier sur les grandes capitalisations qui publient suffisamment d'information. Nous savons qu'en cas de controverses, une prime ESG négative s'applique à un titre, et qu'au contraire, les entreprises bien notées, bénéficient d'une prime positive. Pour autant, ces primes sont difficilement quantifiables. Nous ne savons pas encore comment les intégrer précisément dans la valorisation* », conclut Matthias Desmarais.

Les émetteurs viennent avant tout chercher de la visibilité auprès des brokers et un accès aux investisseurs



L'analyse de ... David Le Bris

Enseignant-chercheur en finance, Toulouse Business School

Quelle lecture historique peut-on faire de la recherche sponsorisée ?

Les entreprises ont toujours eu besoin de se faire connaître auprès des investisseurs et du grand public. Dès le XIX^{ème} siècle, les liens entre la presse financière et les entreprises étaient dénoncés notamment à la suite de scandales célèbres comme celui des emprunts russes ou du financement du canal de Panama. Si les entreprises payaient parfois directement des journalistes pour se faire connaître et avoir de bons échos, cette forme de « corruption » n'a pas eu d'incidences sur le fonctionnement des marchés financiers. De nombreux travaux ont été publiés sur le sujet, notamment par Marc Martin, qui démontrent la complexité des liens existants entre les entreprises et la presse financière. La problématique est la même avec la recherche sponsorisée. Les entreprises ont besoin de se faire connaître auprès des investisseurs et du grand public afin d'attirer des capitaux et des talents. La recherche sponsorisée s'inscrit dans la volonté d'accéder à une certaine notoriété, la cotation en Bourse ne suffit pas toujours notamment en ce qui concerne les petites capitalisations pour se faire connaître. Des actions sont nécessaires auprès des investisseurs avec pour objectif de développer la liquidité sur un titre et de faciliter son évaluation.

En matière d'analyse financière, vous avez récemment publié des travaux¹ montrant une certaine permanence dans les méthodologies utilisées, quelles sont les principales approches qui ressortent au fil du temps ?

Depuis toujours, les sociétés ont cherché à donner une valeur aux actifs. La problématique a toujours été la même : il est plus difficile d'estimer des titres moins liquides, même si la cotation ne

résout pas tous les problèmes de valorisation. Depuis l'Empire Romain, les concepts et les méthodes utilisées sont les mêmes qu'à présent. Les actifs peuvent être estimés soit à partir des stocks et/ou de multiples comme le chiffre d'affaires, soit sur la base des flux futurs. A partir de ces outils, selon le consensus de l'époque, les estimations peuvent varier. A titre d'exemple, dans les périodes où les liquidités sont rares, un poids important est attribué aux revenus générés par une activité, ce qui est moins le cas lors des périodes où la liquidité est abondante. Nous avons retrouvé des cas relativement bien documentés au VI^{ème} siècle à Constantinople portant sur des estimations de biens immobiliers qui servaient à établir les taxes à payer. Au Moyen-Âge, les évaluations des biens et même des hommes se multiplient ; elles vont jusqu'à établir une métrique précise permettant d'évaluer les sommes à verser à l'Eglise afin de racheter les péchés.

Dans quel consensus s'inscrit actuellement la recherche financière ?

Nous entrons actuellement dans un changement de paradigme. Si les méthodologies s'inscrivent dans celles développées par le passé, la société accorde maintenant une importance croissante aux problématiques ESG. Elle donne une valeur aux entreprises vertueuses en matière d'ESG. Comment mesurer cette valeur ? Cela n'est pas simple car il n'y a pas de comparables dans l'histoire. Les analystes financiers sont en train d'affiner leurs méthodologies pour intégrer cette évolution. Du point de vue des entreprises, il s'agit aussi de s'inscrire dans un nouveau consensus, de posséder une image qui correspond à cette nouvelle norme sociale et de pouvoir par ce biais obtenir plus facilement des capitaux afin de se financer.

1. Aux origines de l'évaluation financière. Une histoire de l'évaluation avant la finance moderne, de David Le Bris, Sébastien Pouget et Ronan Tallec, novembre 2022, note rédigée pour l'Institut Messine.

MARCHÉ DES MATIÈRES PREMIÈRES

Compensation des dérivés

Avec son projet de révision d'*EMIR* (dit *EMIR 3.0*) dévoilé en fin d'année 2022, la Commission européenne a pour ambition de faire de l'Union européenne une place de choix pour la compensation des dérivés en construisant un « *écosystème de compensation centrale de l'UE sûr, solide et compétitif, capable de résister aux chocs économiques* ».

À ce stade, et compte tenu de l'évolution des marchés des matières premières depuis février 2022, l'AMAFI a plus particulièrement fait porter ses réflexions sur les conséquences qu'aurait le texte envisagé sur ces marchés. Si, dans l'ensemble, l'Association est favorable aux propositions de la Commission, en cours de discussion au niveau du Conseil de l'UE, il reste que certaines d'entre elles méritent d'être précisées, notamment :

- ▶ La possibilité d'admettre des garanties bancaires et des garanties publiques en tant que garanties très liquides pouvant être acceptées par une chambre de compensation sous certaines conditions.
- ▶ La prévisibilité des appels de marges des membres compensateurs auprès de leurs clients finaux.

En revanche, l'AMAFI est très réservée quant à la proposition de supprimer l'exemption de déclaration pour les contrats dérivés de gré à gré entre contreparties d'un même groupe, lorsqu'au moins l'une des contreparties est une contrepartie non-financière, dans la mesure où cela va accroître le périmètre de déclaration et les coûts qui y sont associés, sans pour autant apporter une information pertinente aux autorités de supervision.

Emmanuel de Fournoux, Mathilde Le Roy

Marché du gaz



Comme annoncé précédemment (*Info AMAFI n° 158*) la Commission européenne a publié en décembre dernier un règlement sur un mécanisme de correction du marché du gaz (*Règlement (UE) 2022/2578*), dont l'AMAFI a souligné les inconvénients notamment sur la hausse des appels de marge qui pourrait en résulter.

Ce mécanisme est entré en application le 15 février 2023. Compte tenu de la forte diminution des prix du gaz depuis le début de l'année, il n'a toutefois pas été activé à ce stade. L'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) et l'Agence de coopération des régulateurs de l'énergie (ACER), dans leurs rapports sur l'effet de ce mécanisme sur le marché (*Rapport ESMA, Rapport ACER*), n'ont d'ailleurs constaté aucun impact significatif depuis son entrée en vigueur, soulignant que ce constat reflète l'environnement actuel du marché, caractérisé par des prix du gaz bas et des niveaux de stock élevés.

Néanmoins, comme il ne peut être exclu que les marchés se tendent à nouveau, l'Association reste très mobilisée sur le sujet.

UMC

Listing Act

La Commission européenne a publié sa proposition de *Listing Act*, visant à favoriser l'accès des sociétés, et notamment des PME, aux marchés de capitaux en simplifiant les conditions liées à la cotation, conformément aux objectifs de l'UMC (*Info AMAFI n° 158*). Via son Groupe de travail, réunissant des membres de plusieurs Comités afin d'examiner les modifications envisagées, l'AMAFI a apporté sa contribution au « *Have your Say* » ouvert par la Commission européenne à la suite de la publication de sa proposition.

Dans l'ensemble, l'Association soutient les propositions de la Commission européenne (*AMAFI / 23-23*), qui vont dans le sens souhaité d'une simplification et d'une clarification du régime de cotation. En revanche, elle rappelle que la stabilité du cadre d'exercice étant essentielle, il convient de trouver un équilibre entre la valeur ajoutée attendue des modifications, qui peut être mineure, et les réajustements que ces modifications entraînent pour les entités concernées. Ainsi, l'analyse des coûts et des bénéfices de certaines propositions l'amène à conclure qu'elles ne sont pas souhaitables.

Abus de marché

L'AMAFI soutient dans l'ensemble les propositions d'amendements de la Commission européenne sur ce sujet. Néanmoins, certaines d'entre elles soulèvent des difficultés, comme le remplacement de l'obligation pour les émetteurs d'établir une liste d'initiés par celle d'établir la liste des seuls « initiés permanents », que l'Association juge insuffisamment protectrice pour le marché et les PSI. Elle propose ainsi que la simplification de cette obligation porte plutôt sur l'étendue des informations à faire figurer dans cette liste.

Recherche

L'Association partage l'avis de la Commission selon lequel la couverture des PME par la recherche en investissement n'est pas satisfaisante, elle estime que cette situation ne sera pas améliorée de manière significative par la *proposition* de relever de 1 à 10 milliards d'euros le seuil de capitalisation boursière en deçà duquel l'obligation de découpler les commissions (*unbundling*) ne s'applique pas. Pour que ce relèvement ait un impact, il faudrait, d'une part, que les gestionnaires d'actifs sensibilisent et convainquent leurs clients de rémunérer un service qui ne leur a plus été facturé depuis l'entrée en vigueur de MiFID II, et d'autre part, qu'ils gèrent deux systèmes parallèles de facturation, l'un pour les capitalisations boursières inférieures au seuil de 10 milliards d'euros et l'autre pour celles supérieures à ce seuil.

C'est la raison pour laquelle l'AMAFI accueille très favorablement la proposition de la Commission de consacrer la recherche sponsorisée, considérant qu'il s'agit d'une solution plus adaptée et opérationnelle pour promouvoir la recherche sur les PME. Pour rappel, la Commission propose de reconnaître la recherche sponsorisée comme de la recherche en investissement pour autant qu'elle réponde à un code de conduite approuvé par une autorité compétente ou un opérateur de marché. En France, la Charte AMAFI-AFG-SFAF sur la recherche sponsorisée (*AMAFI / 22-44*) a été mise en place en mai 2022 et démontre déjà son effectivité avec, à ce jour, plus de 210 contrats signés sous son égide (*Voir dossier p. 2*).

Dans le cadre des discussions en cours au niveau européen, l'AMAFI a ainsi présenté la Charte française aux Ministères des finances allemand, italien, suédois et polonais. L'Association collabore

également avec d'autres associations membres de l'EFSA afin de promouvoir une position commune sur ce sujet. Elle a ainsi pu constater que le modèle français suscite un réel intérêt en Europe.

Gouvernance produits

L'AMAFI réitère sa demande d'allègement des obligations issues de MIF 2 relatives à la Gouvernance des produits vanilles, actions et obligations simples. Ces règles constituent en effet un obstacle à la distribution large de ces produits, notamment les actions et obligations des PME, à rebours de l'objectif recherché par la Commission d'encourager une plus grande participation des investisseurs de détail aux marchés.

Prospectus

L'AMAFI considère que beaucoup des modifications envisagées apporteront un bénéfice en termes de flexibilité et de simplification du processus d'accès au marché. Notamment, elle accueille favorablement la réduction du délai minimum de publication du prospectus de 6 à 3 jours avant la fin de l'offre, permettant de réduire les risques en cas de volatilité du marché.

Cependant, l'Association estime que certaines propositions pourraient au contraire aller à l'encontre de la souplesse offerte par les dispositions actuelles. C'est le cas notamment de la proposition d'imposer un ordre dans la présentation des différentes rubriques du prospectus, ce qui ne permettrait plus aux rédacteurs de s'adapter à certaines situations particulières quand cela est nécessaire. Pour cette même raison, l'AMAFI retient que l'incorporation par référence doit demeurer facultative lors de la rédaction du prospectus, et non obligatoire tel que le propose la Commission.

Catherine Balençon, Thiebold Cremers, Julie Dugourgeot, Emmanuel de Fournoux, Clara Le Du, Mathilde Le Roy

RETAIL INVESTMENT STRATEGY

Rendez-vous EFSA et Commission européenne

L'EFSA (*European Forum of Securities Associations*), auquel contribue activement l'AMAFI, a porté auprès des institutions européennes les priorités de ses membres sur la *Retail Investment Strategy* en cours d'élaboration par la Commission, à travers une note de position (*AMAFI / 23-17*) publiée début mars.

Alors que la Commission a retardé plusieurs fois la publication de sa proposition, maintenant attendue en mai prochain, c'est dans un contexte de fébrilité nourrie par les déclarations d'opposition ou de soutien à l'interdiction des *inducements*, qu'EFSA a pu rencontrer les membres du cabinet du Vice-Président de la Commission européenne Valdis Dombrovskis et de la Commissaire Mairead McGuinness à la mi-mars.

Si la délégation a ainsi souligné la forte opposition de ses membres à une interdiction des rétrocessions, elle a aussi saisi cette opportunité pour mettre en avant d'autres enjeux fondamentaux de la *Retail Investment Strategy*. Il en est ainsi notamment de cesser d'appliquer aux actions ordinaires le régime de la Gouvernance produits afin d'encourager l'accès des investisseurs de détail aux marchés, mais aussi de simplifier le régime des coûts et charges afin de permettre à ces derniers d'avoir une vision plus claire du prix et des coûts associés à leurs investissements.

Au niveau national, l'Association continue avec les autres associations de la Place (FBF, AFG et AFPDB) à échanger avec la Direction Générale du Trésor sur des alternatives à une interdiction des rétrocessions et en particulier sur le sujet de la « *Value For Money* ».

Arnaud Eard

RÉVISION MIFIR

Accord Parlement européen



Une étape importante de ce dossier structurant pour l'organisation des marchés a été franchie le 1^{er} mars dernier avec l'adoption de sa position par la Commission des affaires économiques et monétaires (ECON) du Parlement européen. Les trilogues, dont l'objectif est de réconcilier les positions du Conseil (finalisées fin décembre 2022), et celles du Parlement, devraient ainsi débuter dans le courant du mois d'avril sous la présidence suédoise.

L'AMAFI se félicite particulièrement de l'ambition des parlementaires européens de créer une *Consolidated Tape* (CT) pré et post négociation en quasi-temps réel pour les actions, qui rejoint ses propres positions. L'Association se satisfait par ailleurs des différends proposés pour les différentes catégories d'opérations dans le cadre de la transparence post négociation pour le *non-equity*. En revanche, elle regrette les contraintes qui pèseraient sur les internalisateurs systématiques dans le cadre de la transparence post-négociation, celles-ci étant de nature à impacter négativement la compétitivité des acteurs européens, particulièrement dans la mesure où le Royaume-Uni a annoncé vouloir lever ces mêmes contraintes. S'agissant de la transparence pré négociation pour l'*equity*, l'AMAFI considère qu'il est important de prendre en compte les réformes envisagées au Royaume-Uni afin d'éviter tout déplacement de la liquidité.

Arnaud Eard

ESMA

Rendez-vous avec l'AMAFI

Une délégation conduite par Stéphane Giordano, Président de l'AMAFI, a rencontré le 17 février dernier Verena Ross, Présidente de l'ESMA, ainsi que plusieurs représentants de l'Autorité européenne afin de mettre en avant plusieurs sujets centraux pour l'Association. Ont ainsi été évoqués sous l'angle de la compétitivité des acteurs et de l'attractivité des marchés de l'UE, la recherche sponsorisée dans le cadre du *Listing Act*, la révision de MiFIR et en particulier la suspension temporaire de la *Derivative Trading Obligation* (DTO), la *Retail Investment Strategy* et l'interdiction des rétrocessions et enfin la finance durable avec les consultations des Autorités européennes de supervision sur le *Greenwashing* et la dénomination des fonds ESG.

- ▶ Sur la recherche en investissement, Verena Ross a estimé, contrairement à l'Association, que le déclin de la production de recherche sur les PME/ETI n'avait pas été causé par MiFID II dans la mesure où il avait débuté avant l'application de cette réglementation. Elle partage néanmoins le constat de l'AMAFI que la couverture actuelle n'est pas suffisante et que le dispositif de recherche sponsorisée tel que mis en œuvre par la charte AMAFI-FBF-SFAF pourrait être utile pour la développer à condition que les questions de conflits d'intérêts soient gérées. La proposition de « *rebundling* » de la Commission européenne n'emporte pas ses faveurs par ailleurs.
- ▶ S'agissant de la révision de MiFIR, l'Association a sollicité la publication d'une communication par l'ESMA pour suspendre l'application de la DTO sans attendre la mise en œuvre du règlement, qui devrait prévoir cette suspension mais trop tardivement, au risque donc que les activités concernées se déplacent hors de l'UE de manière définitive. Verena Ross a souligné la difficulté pour l'ESMA d'intervenir, alors que, ne disposant pas de l'outil juridique adéquat, une telle intervention irait au-delà de son mandat, du moins avant que le Parlement européen n'ait entériné sa position. Elle a également fait part de l'importance pour l'Autorité européenne de disposer de données mises à jour soulignant le déplacement de la liquidité depuis l'Union européenne vers le Royaume-Uni.
- ▶ Concernant la *Retail Investment Strategy*, elle a indiqué que l'interdiction des rétrocessions devait être considérée comme une option envisageable puisque le régime actuel a des failles, notamment en termes de conflits d'intérêts et d'accès des investisseurs de détail à des produits peu chers. Sur le principe, elle a semblé favorable à la mise en œuvre de la proposition de l'industrie concernant la « *Value for money* » tout en émettant des doutes sur le fait que sa mise en œuvre puisse être réellement effective.
- ▶ Enfin, sur la finance durable et les consultations sur le *Greenwashing* et la dénomination des fonds, les représentants de l'ESMA ont souligné que les risques d'écoblanchiment sont plus élevés pendant la période de transition, alors que les acteurs ont aujourd'hui une grande latitude dans la construction des produits qu'ils commercialisent comme durables. Dans le contexte réglementaire actuel où la Commission européenne ne peut pas agir rapidement alors que le problème est considéré comme urgent, l'ESMA cherche à lutter contre l'écoblanchiment en encadrant les noms des produits. Concernant les produits dérivés, les représentants de l'ESMA ont déclaré ne pas être hostiles par principe à ces produits mais rencontrer des difficultés à déterminer comment ils contribuent à la durabilité. L'AMAFI a fait part de son analyse concernant d'une part, le besoin de considérer l'exposition que ces produits peuvent procurer à des actifs durables et, d'autre part, la nécessité de les comptabiliser en considérant les positions nettes qui résultent de leur utilisation afin d'éviter un double comptage.

Arnaud Eard

FINANCE DURABLE

Utilisation des termes « ESG » et « durables » dans la dénomination des fonds



L'AMAFI a apporté sa contribution à la consultation de l'ESMA sur l'utilisation des termes « ESG » et « durables » dans la dénomination des fonds. Après avoir participé à l'*Open Hearing* de l'Autorité européenne du 23 janvier sur le sujet, l'Association s'est plus particulièrement penchée sur la question de la prise en compte des dérivés aux fins de calculer les seuils proposés au-delà desquels ces termes peuvent être utilisés. L'AMAFI s'est positionnée en faveur de l'inclusion des produits dérivés pour leur capacité à contribuer à la durabilité (AMAFI / 23-13).

Lina Jouker

ACTIONS À DROITS DE VOTE MULTIPLES

Extension du dispositif actuel

Dans le cadre d'un projet de loi « Réindustrialisation verte », et tenant compte de la concurrence entre places financières, le Gouvernement envisage l'extension du champ d'application des actions à droits de vote multiples dans les sociétés cotées. Ce projet anticiperait l'entrée en vigueur de la proposition européenne de directive relative à ce sujet, issue du *Listing Act* (cf. *News p 6*).

L'AMAFI a répondu à la Direction Générale du Trésor qui a consulté la Place à ce sujet. L'Association est favorable à la possibilité laissée aux émetteurs de créer une classe d'actions à droits de vote multiples (*AMAFI / 23-22*). Bien que, selon l'Association, il est souhaitable que le régime juridique de ces actions soit fixé par les sociétés cotées elles-mêmes, la loi doit toutefois encadrer cette liberté laissée aux émetteurs. Ainsi, il n'est pas souhaitable, selon elle, que des sociétés déjà listées puissent introduire une classe d'actions à droits de vote multiples et le ratio de votes maximal par action comme la durée de vie de cette classe d'actions doivent être limités.

Thiebold Cremers, Clara Le Du

RÉGIME PRUDENTIEL DES EI

Réunion de Place ACPR

À la demande de l'AMAFI, l'ACPR a organisé le 14 février dernier une réunion de Place afin de préciser les évolutions attendues au titre du pilier 2 du régime prudentiel des entreprises d'investissement (EI) et d'exprimer ses attentes en la matière. Rappelons que dans le cadre de la réglementation prudentielle des EI (IFR/IFD), le pilier 2 constitue une nouveauté. Il concerne les exigences en termes de fonds propres complémentaires par rapport aux exigences de base (pilier 1), que l'Autorité peut exiger d'un établissement EI de classe 2 ou 3. Il s'agit en particulier de couvrir les risques spécifiques liés à l'activité de l'entreprise, les risques non couverts par le pilier 1 (par exemple le risque technologique ou le risque opérationnel) et enfin les risques non couverts par l'exigence du quart des frais généraux afin de procéder à une liquidation ordonnée de l'EI.

D'un point de vue opérationnel, le calcul des exigences au titre du pilier 2 repose notamment sur un certain nombre d'informations que doit transmettre l'établissement aux autorités dans le cadre du processus interne d'évaluation de l'adéquation des fonds propres et du processus interne d'évaluation des risques (ICARAP). Cette réunion était particulièrement utile dans la mesure où la détermination du pilier 2 constitue une nouveauté dans le contexte IFR/IFD.

Emmanuel de Fournoux, Mathilde Le Roy

ACTIFS NUMÉRIQUES

Régime Pilote

Le Régime pilote, entré en vigueur le 23 mars dernier, vise à mettre en place un cadre réglementaire temporaire destiné à tester l'utilisation des technologies de registre distribué (DLT), dites *blockchain*, dans les infrastructures de marché.

Le projet de décret, voté en CCLRF, permettra de mettre en cohérence le droit national avec ce nouveau régime pilote et de clarifier le rôle des autorités nationales compétentes pour l'application du règlement. Par ailleurs, ce projet vise à adapter les dispositions applicables aux assemblées des actionnaires pour prendre en compte les titres inscrits en dispositif d'enregistrement électronique partagé (DEEP).

Thiebold Cremers, Clara Le Du

WEBINAIRE AMAFI > AGENDA

« *Common Domain Model (CDM), actifs numériques et Digital Regulatory Reporting (DRR)* », 31 mars 2023

Avec la participation de l'ICMA, l'ISDA et SG FORGE, l'AMAFI a organisé un webinaire sur le Common Domain Model (CDM), les actifs numériques et le Digital Regulatory Reporting (DRR).

Le CDM et le DRR sont des initiatives de l'industrie en particulier l'ISDA et l'ICMA. Le CDM vise à créer un modèle standardisé, lisible et exécutable par machine, qui décrit la manière dont les produits financiers sont échangés et gérés tout au long du cycle de vie de la transaction. Le DRR, quant à lui, fait référence à la publication des règles de déclaration par les régulateurs et/ou à la mise en œuvre des exigences de déclaration des produits dérivés par les acteurs du marché au moyen de codes lisibles par l'homme et exécutables par machine, les deux initiatives ayant vocation à converger.

Ce webinaire a permis de faire une présentation des standards avec un focus sur leur application dans le domaine des actifs digitaux et de la *blockchain* et le processus d'émission d'obligations.

Les intervenants ont présenté l'utilité du CDM et du DRR pour optimiser les déclarations réglementaires ainsi que les cas d'usages d'application de ces standards.

Emmanuel de Fournoux, Mathilde Le Roy

FORMATION

Salon Jeunes d'Avenirs,
12-13 avril

Les 12 et 13 avril prochains se tiendra le Salon Jeunes d'Avenirs. L'AMAFI, ainsi que certains de ses adhérents, tels que Euronext et Wells Fargo, seront présents dans l'espace dédié aux marchés financiers, au sein du stand de l'OPCO Atlas, afin de représenter la branche professionnelle. Les jeunes, de bac à bac+5, qui souhaitent rejoindre les entreprises du secteur par une formation en alternance pourront à cette occasion discuter avec les professionnels et découvrir les métiers des marchés financiers ainsi que leurs débouchés.

À cette fin, seront notamment mises à disposition une *pochette et 28 fiches métiers élaborées par les partenaires sociaux de la branche*.

Alexandra Lemay-Coulon, Jeanne Auriac

ACTIVITÉS

*Chiffres-clés
du 01/03/2022
au 01/03/2023*

28

Réponses à des consultations
publiées ou en cours

25

Notes de position /
de problématique

31

Notes d'information

15

Conférences et événements
AMAFI

3

Normes professionnelles
en vigueur

6

Bonnes pratiques
professionnelles en vigueur

NOUVEL ADHÉRENT

► **Plantureux & Associés SAS**, entreprise d'investissement spécialisée dans les matières premières agricoles depuis 1986, exerce notamment des activités de réception-transmission d'ordres, exécution et conseil en investissement. Ses dirigeants sont Xavier Durand Viel (Président) et Hervé Demirdjian (Directeur Administratif et Financier).

EQUIPE

Après près de quatre années passées à l'AMAFI au sein du Pôle Affaires sociales, **Ashley Berne** a quitté l'AMAFI mi-février pour poursuivre de nouveaux projets. Toute l'équipe la remercie vivement pour sa forte implication et la qualité de ses travaux durant toutes ces années et lui souhaite beaucoup de succès dans la suite de sa carrière.

Pour lui succéder, nous avons accueilli **Jeanne Auriac**, Chargée d'études Affaires Sociales & Formation. Jeanne est titulaire d'un Master 2 Protection sociale et Rémunérations, obtenu à l'issue d'une année en alternance au sein d'un cabinet d'avocats spécialisé en droit social.

CONTACTS

Jeanne Auriac

01 53 83 00 74 | jauriac@amafi.fr

Catherine Balençon

01 53 83 00 87 | cbalencon@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 |



ASSOCIATION
FRANÇAISE
DES MARCHÉS
FINANCIERS



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

Les documents cités dans cette lettre sont disponibles sur le site 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.