

## ▶ ÉDITO

Ce numéro 140 de notre Lettre accompagne la publication d'un nouveau hors-série réalisé en partenariat avec Revue Banque : « Finance verte, le monde de demain ! » (cf. News p.11). Comme à notre habitude, il s'agit de rassembler les analyses d'experts français et internationaux en vue d'alimenter le débat public sur une question dont l'importance croissante n'est pas à établir.

En l'espèce, développer la finance durable et permettre la transition énergétique induisent des enjeux majeurs en termes de financement qui nécessitent la mobilisation des banques, des gestionnaires d'actifs mais aussi des acteurs de marché. Les propositions formulées par la Commission européenne au travers de son « Plan d'action : financer la croissance durable » sont d'ailleurs révélatrices de ces enjeux.

C'est en raison de l'importance de cette thématique pour ses adhérents que, depuis plusieurs mois maintenant, l'AMAFI mène différentes actions en ce sens. Cette Lettre s'en est d'ailleurs fait le reflet à différentes reprises, et notamment au travers de la mise en place, en concertation avec l'AMF, d'un encadrement spécifique de la commercialisation des produits structurés ayant pour sous-jacents des indices portant sur des thématiques ESG (AMAFI / 18-40). En début d'année, l'Association a matérialisé cette montée en puissance, en rejoignant *Finance for Tomorrow*, structure de Paris Europlace qui coordonne la mobilisation des acteurs publics et privés en matière de finance durable. Elle a, par ailleurs, créé une enceinte permettant à ses adhérents d'échanger sur ces problématiques et, au regard des nombreux travaux menés sur la Place, de cibler l'action de l'AMAFI sur les dossiers où l'apport des acteurs de marché est le plus utile.

Car la création d'un écosystème efficace de financement de la transition énergétique n'est pas seulement une obligation citoyenne, c'est aussi une opportunité pour la Place !

**Stéphane Giordano**  
Président de l'AMAFI

## ▶ DOSSIER



## À la découverte de l'allocation de titres

**Ils contribuent à la réussite des opérations primaires actions et obligations, mais demeurent totalement inconnus du grand public. Portrait des professionnels chargés de l'allocation de titres.**

(Suite page 2)

# À la découverte de l'allocation de titres

 Olivia Dufour

Le grand public a parfois affaire aux professionnels en charge de l'allocation de titres sans le savoir. Quand des investisseurs souscrivent à une introduction en bourse, ce sont eux qui répartissent les titres en fonction des demandes et des disponibilités. A première vue, cela semble être une banale mission de comptable consistant à distribuer les titres quand il y en a pour tout le monde ou à les répartir au prorata quand la demande est supérieure à l'offre. En réalité, c'est une fonction très réglementée et beaucoup plus complexe et stratégique qu'il n'y paraît.

## Une force de proposition

Tout commence avec les originateurs. Ils sont responsables d'un portefeuille de clients comprenant des entreprises mais aussi des fonds qui détiennent des actions cotées ou non cotées. Leur mission ? Identifier les besoins de financement. Une fois que le principe d'une opération est décidé, cession d'un bloc de titres, émission d'actions nouvelles, émission d'actions convertibles, ou encore émission d'obligations, s'ouvre la phase de structuration de l'opération avec le client, émetteur ou fonds de pension. Puis, vient la syndication qui

fait le lien entre le client et ceux qui vont vendre l'opération auprès des investisseurs. C'est elle qui conçoit le livre d'ordres et détermine comment vont être alloués les titres aux investisseurs qui ont manifesté leur intérêt. Le minimum c'est que l'opération soit couverte, autrement dit que tous les titres proposés soient souscrits. « *L'époque où l'on connaissait des souscriptions dix fois supérieures est révolue* », confie Florence Gréau, *Head of Structuring & Execution Group* chez Société Générale. Si les investisseurs réclament l'équivalent du double des titres proposés, alors il va falloir procéder à une répartition.

En France, les particuliers peuvent souscrire à des introductions en bourse. Ils seront traités de manière parfaitement égalitaire entre eux. En revanche, les investisseurs professionnels seront servis en fonction d'un classement ou *ranking* qui dépend de critères multiples. Ceux-ci constituent ce que l'on appelle la « politique d'allocation de titres » de l'établissement. Tout dépend principalement des objectifs de l'émetteur qui va décider comment il entend articuler les investisseurs long terme (*long only*) et les *hedge funds* qui entendent



## L'analyse de... Delphine Marchand-Sauri

Avocate | Allen & Overy, département Marchés de capitaux internationaux

### Pourquoi Bruxelles est-il si attentif aux questions de conflits d'intérêts ?

La politique de gestion des conflits d'intérêts est destinée à s'assurer que tous les investisseurs sont traités de manière égale. Le but est d'éviter que les investisseurs ne soient victimes d'intérêts dissimulés. Cela suppose de la part de l'établissement qu'il informe du contenu de sa politique d'allocation de titres, mais surtout d'éventuels conflits existants pouvant impacter l'investisseur potentiel. MIF 2 a également imposé une nouvelle obligation, celle de tenir un registre formel des conflits d'intérêts. Il sert à acter le fait que le prestataire a prévenu un investisseur d'un risque de conflit d'intérêts et sert de preuve en cas de contrôle.

### Un autre point de vigilance concerne les informations privilégiées...

En 2011, la Commission des sanctions de l'Autorité des Marchés Financiers a prononcé trois sanctions pécuniaires importantes, de l'ordre de 500 000 euros, à l'encontre d'établissements auxquels elle reprochait d'avoir transmis des informations dans le cadre de sondages sans respecter les dispositions réglementaires relatives aux informations privilégiées. Ils se défendaient en avançant que c'était des obligations qui ne relevaient pas de ces dispositifs. Il est vrai que la technique du sondage de marché était, jusqu'alors, principalement utilisée sur les marchés et que les sanctions infligées ne portaient donc que sur ces marchés actions. L'AMAFI avait

eux souvent - mais pas toujours - profiter d'une opération de marché. « Cette stratégie d'allocation n'est évidemment pas une science exacte, l'idée est de trouver un bon équilibre entre les investisseurs qui assurent la stabilité et ceux qui offrent la liquidité », confie Florence Gréau.

Chaque établissement depuis MIF 2 doit informer et transmettre à ses clients (émetteurs et investisseurs) sa politique en matière d'allocation. « Nous avons tous à peu près les mêmes politiques et procédures en la matière, commente Françoise Negroni, Managing Director Equity Capital Markets Head of Structuring and Execution chez Natixis. En matière d'allocation plusieurs paramètres sont à prendre en considération : la taille de l'indication d'intérêt de l'investisseur, son horizon de placement, le marché cible de la transaction, le degré d'intérêt manifesté par l'investisseur pour le client émetteur/vendeur, et sa connaissance du client émetteur/vendeur etc. Par exemple, dans une IPO on servira mieux l'investisseur qui est arrivé dans les premiers sur le carnet d'ordres plutôt que ceux qui ont attendu le dernier moment. De même, l'investisseur qui aura accepté de rencontrer

l'émetteur très en amont et donc qui aura joué un rôle clé dès le départ sera récompensé par une meilleure allocation ». Cela nécessite une parfaite connaissance des investisseurs et le maintien permanent d'un bon relationnel. « Nous devons être force de proposition car nous avons une connaissance plus fine du marché et des investisseurs que l'émetteur qui nous sollicite. En fonction des opérations, nous recommandons plutôt les uns ou les autres en fonction de l'adéquation de leur profil à l'objectif recherché par l'émetteur, mais à la fin c'est toujours le client qui décide » confie Françoise Négroni.

Mais attention, c'est l'intérêt du client qui doit toujours primer. Or, le risque est lié à la configuration de la mission. L'établissement est en contact ponctuel avec le client, permanent avec les investisseurs. D'où l'intérêt de la politique d'allocation qui garantit à tous un traitement équitable et l'obligation pesant sur les professionnels de servir l'intérêt du client, pas celui d'un investisseur. L'activité est très encadrée sur le terrain des conflits d'intérêts. Une autre zone de risque réside par exemple dans le cas où l'établissement qui pilote ►►

alors immédiatement réagi en élaborant une norme professionnelle dédiée aux sondages de marché élargie aux émissions de titres financiers tels que définis à l'époque par l'article 216-1 du Règlement général de l'AMF et qui a été avalisée par l'AMF en 2012. Ces règles ont été depuis abrogées en raison des nouvelles dispositions édictées par le Règlement Abus de marché (MAR) d'application directe depuis juillet 2016.

### Que prévoit-il pour éviter les fuites d'informations ?

MAR a mis en place une procédure très formalisée concernant les sondages de marché dont la caractéristique majeure est que tout doit donner lieu à un enregistrement ou à un écrit. Le Règlement décrit les procédures applicables aux sondages, les modalités pratiques de réalisation, les obligations d'enregistrement avec un règlement délégué à l'appui. Le prestataire doit obtenir l'accord de la personne interrogée, l'informer des

obligations associées à la détention d'une information privilégiée etc. L'ESMA a d'ailleurs publié des Orientations (*guidelines*) pour aider les prestataires, lesquelles ont entièrement été reprises par l'AMF dans sa Position 2017-02. De manière pragmatique, les obligations portent en particulier sur les listes d'initiés. A chaque nouvelle opération il faut créer une nouvelle liste et informer toutes les personnes qui y sont inscrites lorsque l'information cesse d'être privilégiée, elles-mêmes devant décider si elles estiment que l'information n'est effectivement plus de nature privilégiée. La fuite d'informations est ainsi évitée pendant tout le temps où l'information n'est pas communiquée au public, l'investisseur ayant accepté de participer au sondage devant s'abstenir de toute intervention sur le titre de l'émetteur concerné sous peine de sanctions dont la Commission des sanctions de l'AMF ou le Collège de l'AMF dans le cadre d'une composition administrative vont moduler le quantum pour s'assurer que ce type de manquement ne se généralise pas.

►► l'opération a un département intéressé pour y souscrire. A ce sujet, la politique d'allocation de Natixis précise « *Afin d'éviter tout conflit d'intérêts potentiel, nos politiques internes prévoient, entre autres, que Natixis ou ses Affiliés bénéficient du même traitement que les autres investisseurs ayant des caractéristiques similaires* ». MIF 2 a alourdi les contraintes. « *La directive requiert une justification des allocations. Nous appliquons la Guidance de l'ESMA et nous justifions ligne par ligne les « top 20 orders » (20% des allocations les plus importantes en taille relative et absolue), ainsi que toute allocation spécifique qui ne serait pas conforme à la politique/stratégie telle qu'arrêtée avant l'offre avec notre client ou qui différerait de la pratique habituelle* » précise Florence Gréau.

### L'art du juste prix

Mais il ne s'agit pas seulement d'allouer les titres, il faut aussi fixer un prix. Et c'est tout un art. « *Lorsque l'équipe de syndication a connaissance du retour des investisseurs sur l'opération, combien ils veulent de titres et quel prix ils sont prêts à payer, alors on peut travailler sur la fixation du prix* », explique Florence Gréau. Il s'agit d'observer comment est couvert le livre d'ordres selon les différents prix envisageables. Les prix auxquels le livre n'est pas couvert – c'est-à-dire lorsque la demande est inférieure à l'offre – sont bien sûr écartés. Reste à choisir le prix dans la fourchette pour laquelle le *book* est couvert. Il s'agit là encore de trouver un équilibre entre la maximisation du produit de l'opération (cession pour l'actionnaire et/ou émission pour la société) et le développement du marché secondaire du titre. « *Un prix trop élevé permet bien sûr de lever plus de fonds pour l'opération en cours, mais le risque est que le titre cote ensuite en dessous du prix d'offre ce qui peut être défavorable à l'émetteur et/ou à l'actionnaire à moyen/long terme, notamment pour des levées de fonds ultérieures. Les banques font une recommandation, mais in fine, c'est le client (actionnaire et/ou émetteur) qui décide du prix.* » prévient Florence Gréau.

Une autre directive s'applique et pose elle aussi des contraintes : Abus de marché (MAR). Elle porte sur une pratique particulière, le sondage de marché. Avant de lancer une

opération, par exemple une émission d'obligation, une banque peut décider d'interroger quelques investisseurs sur leur éventuel intérêt sur le principe et le prix auquel ils se porteraient acquéreurs. Mais cela pourrait tomber sous le coup de l'information privilégiée. D'où un encadrement de plus en plus drastique (voir interview page 2).



## Chaque établissement depuis MIF 2 doit informer et transmettre à ses clients sa politique en matière d'allocation



Le formalisme voulu par Bruxelles concerne aussi les relations entre le prestataire et ses clients. Les établissements sont aussi obligés de demander un accusé de réception lors de la transmission de nombre d'informations aux clients : politique de la banque, stratégie d'allocation dédiée à la transaction (en commun avec les autres banques), validation du scénario final d'allocation. « *Certains clients semblent trouver cela un peu lourd* » constatent les professionnels...

C'est le prix à payer pour la sécurité. Il est de plus en plus pesant dans tous les domaines et pas seulement la finance.

OICV

## Assemblée générale de l'OICV, Sydney, 13-17 mai 2019



*L'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (OICV ou IOSCO) a tenu cette année son Assemblée générale à Sydney, mi-mai.*

En parallèle des débats publics, des réunions bilatérales entre l'industrie financière et les régulateurs ont été organisées, comme chaque année, par l'*International Council of Securities Associations (ICSA)*, présidée par Pierre de Lauzun.

Parmi les sujets d'attention prioritaires des régulateurs abordés lors de ces réunions, on peut relever ceux liés au Brexit comme l'obligation de négociation pour les actions, et des sujets relatifs à l'agenda réglementaire européen et international tels que la finance durable, les prochaines réformes dans le cadre de l'Union des marchés de capitaux, la mise en œuvre de la revue des autorités européennes de supervision, les crypto-actifs et la fragmentation de marché.

**Arnaud Eard**

ICSA

## Assemblée générale de l'ICSA, Milan, 16-18 juin 2019

L'Assemblée générale annuelle de l'ICSA, *International Council of Securities Associations*, qui au plan mondial réunit les homologues de l'AMAFI, se tiendra à Milan du 16 au 18 juin. L'événement est organisé par l'Association italienne des marchés financiers (Assosim).

A cette occasion, Pierre de Lauzun transmettra la présidence de l'organisme à David Lynch, directeur général de l'Association australienne des marchés financiers. Sous le mandat de Pierre de Lauzun, l'ICSA a notamment systématisé et intensifié ses échanges avec l'OICV et le Conseil de stabilité financière, tout en initiant parallèlement de nouvelles relations avec l'OCDE et le Comité de Bâle.

L'Assemblée générale sera scindée en deux parties, l'une privée, réservée aux membres de l'ICSA, et la seconde, publique, avec la participation de nombreuses personnalités de la sphère financière italienne et européenne, autorités de tutelle et professionnels.

**Arnaud Eard**

## BREXIT

### Agenda

Dans l'incapacité de mettre en œuvre l'Accord de retrait négocié avec Bruxelles, Theresa May a annoncé sa démission vendredi 24 mai. Elle restera en poste jusqu'à la désignation de son successeur, qui devrait intervenir d'ici fin juillet. Cette annonce intervient alors que le Conseil européen du 10 avril a entériné un report flexible de la date du Brexit qui devra s'effectuer au plus tard le 31 octobre 2019. Dans ce contexte, les chances de survie de l'Accord de retrait négocié par Theresa May apparaissent quasi-nulles, rendant la date et les conditions dans lesquelles la sortie du Royaume-Uni s'effectuera très incertaines. L'une des principales conséquences à court terme est qu'avant que cette sortie ne soit effective, le Royaume-Uni reste membre à part entière des institutions européennes, avec notamment 73 eurodéputés britanniques qui siègeront à compter du 1<sup>er</sup> juillet. Il participera ainsi à la composition de la nouvelle Commission ainsi qu'aux prises de décision qui interviendront d'ici là, sous la seule réserve que conformément à la décision du Conseil, il « devra s'abstenir de toute mesure susceptible de compromettre la réalisation des objectifs de l'Union. »

### Conséquences du régime britannique de permission temporaire

Dans le cadre de la préparation de sa sortie, le Royaume-Uni a mis en place un régime de permission temporaire permettant aux établissements de l'Union fournissant des services sur la base du passeport européen, de continuer à le faire pour une période limitée, dans l'attente de l'obtention d'un agrément britannique.

Si le régime peut paraître attrayant, les acteurs doivent toutefois mesurer les conséquences qui en découlent en termes d'obligations réglementaires et de supervision. En effet, ceux souhaitant s'en prévaloir seront considérés, tant pendant la durée de la période transitoire qu'après l'octroi de l'autorisation locale, comme des *Authorised Persons* au sens de la Partie 4A du *Financial Services and Markets Act 2000*. Ils seront ainsi soumis, comme tout établissement britannique régulé, à l'ensemble des obligations réglementaires en vigueur au Royaume-Uni et à la supervision pleine et entière de son régulateur, un régime significativement plus contraignant que celui résultant du passeport européen, puisqu'il n'y aura plus de partage de compétences entre État d'origine et État d'accueil.

### Obligation de négociation pour les actions et les dérivés

Dans l'hypothèse d'un Brexit dur, l'obligation de négociation issue de MiFIR s'avère susceptible de réduire, sur certaines actions et certains dérivés, la capacité des acteurs européens à accéder à la liquidité disponible, et donc à offrir à leurs clients le niveau de service que ceux-ci sont en droit d'attendre. Cela fait plusieurs mois maintenant que cet aspect est au centre de l'attention de l'AMAFI, qui milite pour que des solutions pragmatiques soient trouvées. Dernièrement, s'agissant des actions, elle a souligné auprès de la Commission européenne et de l'ESMA les difficultés liées au champ d'application proposé par cette dernière dans sa communication du 19 mars. Alors que les dernières évolutions du contexte politique au Royaume-Uni renforcent la perspective d'une sortie sans accord au 31 octobre, l'AMAFI va continuer de plaider, à Paris comme à Bruxelles, en faveur d'une approche permettant de concilier l'indispensable souveraineté de l'Union et la limitation de l'impact disruptif de la sortie du Royaume-Uni.

Claire Boiget, Sarah Bourgeat, Arnaud Eard, Mehdi Ounjema

## MIF 2

### Coûts et charges

L'ESMA a publié le 28 mars dernier une mise à jour de son document de questions-réponses relatif à la protection des investisseurs, en ajoutant notamment des éléments qui impactent les obligations d'information sur les coûts et charges. Dans ce cadre, l'Association se félicite du fait qu'ESMA soit venue légitimer l'utilisation de la « grille tarifaire » telle que proposée par l'AMAFI dans son Guide de mise en œuvre des obligations d'informations sur les coûts et frais (AMAFI / 18-30). L'AMAFI continue de travailler activement sur ce sujet.

Pauline Laurent, Blandine Julé

## PRIIPS

### Révision du dispositif

L'AMAFI a participé les 18 et 19 mars dernier à l'atelier organisé par les autorités européennes de supervision (ESAs) sur le chantier de révision du dispositif PRIIPs. Le Groupe PRIIPs s'est ensuite réuni début avril afin de préparer une contribution formelle de l'Association à ce chantier de révision et faire suite à la consultation menée par les ESAs en fin d'année 2018 sur ce sujet (AMAFI / 18-69).

Par cette nouvelle contribution (AMAFI / 19-54), l'AMAFI entend rappeler qu'elle soutient les initiatives visant à corriger les actuels dysfonctionnements du KID PRIIPs (document d'information clé), afin de fournir aux investisseurs de détail une information de meilleure qualité. Elle souligne la nécessité de préparer ces changements dans des conditions de calendrier acceptables et de concertation suffisante avec les différentes parties prenantes. Elle formule enfin des propositions d'amendements du règlement délégué en ce qui concerne les scénarios de performance et la présentation des coûts en vue d'assurer que l'information des investisseurs ne puisse être trompeuse.

Pauline Laurent, Blandine Julé

## EUROFI

### Bucarest, 3-5 avril 2019

Dans le cadre du Forum Eurofi qui s'est tenu à Bucarest du 3 au 5 avril dernier, l'AMAFI, représentée par Stéphane Giordano (Président) et Arnaud Eard (Directeur des affaires européennes et internationales), et avec la participation de plusieurs membres de la Commission Action Européenne, a pu rencontrer en marge des débats publics, diverses personnalités. Parmi celles-ci, Mario Nava, Directeur à la DG FISMA, Leena Morttinen, Directrice Générale au Ministère des finances de Finlande, Alfred Lejsek, Directeur au Ministère des finances d'Autriche, l'eurodéputé de la Commission des affaires économiques et monétaires Wolf Klinz, ainsi que les responsables en matière de services financiers pour la Croatie (Ana Budin) et pour la Belgique (Karel de Bondt). Les échanges ont porté sur quatre sujets prioritaires pour l'Association : l'UMC 2.0 (AMAFI / 19-46), la finance durable (AMAFI / 19-44), les ICOs et les crypto-actifs (AMAFI / 19-43), ainsi que l'accès aux plateformes de négociation britanniques et l'application de l'obligation de négociation aux entreprises d'investissement de l'UE-27 en cas de Brexit dur (cf. News p.6).

Arnaud Eard

## EFSA

### Londres, 10 mai 2019

L'AFME (Association of Financial Markets in Europe) a accueilli ses homologues européens d'EFSA, European Forum for Securities Associations, à Londres le 10 mai dernier. Cette réunion a été l'occasion de discuter des priorités de chacun en vue du renouvellement des institutions européennes et notamment de la Commission européenne. Plus particulièrement, des sujets tels que le futur de l'Union des marchés de capitaux, la revue de MIF 2, les FinTech et la finance durable ont été abordés. L'une des sessions a permis un échange avec Stephen Hanks, responsable marché à la FCA, autour des préparatifs du régulateur britannique en vue du Brexit. La Fédération belge du secteur financier (Febelfin), qui a rejoint à cette occasion l'EFSA, accueillera à Bruxelles la prochaine réunion, prévue en octobre prochain.

Arnaud Eard

## MARCHÉS DÉRIVÉS

### EMIR Refit

Le texte final relatif aux modifications à apporter au règlement EMIR (EMIR Refit) a été adopté par le Parlement européen le 18 avril 2019. Un certain nombre de modifications s'appliqueront dès l'entrée en vigueur du texte, soit 20 jours après sa publication au JOUE. A retenir :

- ▶ L'élargissement de la notion de « contrepartie financière » et la création d'une sous-catégorie regroupant les *Small Financial Counterparties*, c'est-à-dire les contreparties financières qui ne dépassent aucun des seuils de compensation.
- ▶ Sur les techniques d'atténuation des risques, la nouvelle exigence de validation des procédures de gestion des risques par l'autorité compétente et la confirmation attendue de l'exclusion des *FX Forwards* et *FX Swaps* réglés par livraison physique du champ d'application de l'obligation d'échange de marges de variation (sauf entre les contreparties les plus systémiques).
- ▶ Une clarification de l'obligation de déclaration des transactions entre contreparties financières et non-financières et entre entités d'un même groupe et la suppression du *backloading*.
- ▶ L'introduction d'un nouveau régime pour, d'une part, déterminer les conditions de déclenchement de l'obligation de compensation et, d'autre part, pour les contreparties non-financières seulement, circonscrire cette obligation aux seuls dérivés appartenant à la catégorie d'actifs sur laquelle le seuil de compensation est dépassé.

L'AMAFI a retracé pour ses adhérents ces modifications et établi une comparaison entre l'ancien et le nouveau régime (AMAFI / 19-48).

Claire Boiget, Sarah Bourgeat

## PROSPECTUS

### Règlements délégués, Q&A et guidelines

Alors que la plupart des dispositions du règlement Prospectus entreront en vigueur le 21 juillet 2019, plusieurs publications sont intervenues en mars :

- ▶ Mi-mars, deux règlements délégués et leurs annexes adoptés par la Commission européenne, l'un relatif à la forme, au contenu et à l'approbation du prospectus, l'autre au résumé, aux communications à caractère promotionnel et au prospectus.
- ▶ Fin mars, des Q&A et des *Guidelines* adoptés par l'ESMA en vue de favoriser une approche commune, uniforme et cohérente de l'application des textes de niveau 1 et 2. Les Q&A s'organisent autour de 3 grands thèmes : les dispositions dites de « grand-père », le statut de la documentation existante de niveau 3 après la transition directive / règlement, ainsi que la mise à jour du document de référence avant et après intégration au prospectus. Les *Guidelines*, qui sont quant à eux relatifs aux facteurs de risques, prennent en compte les observations de l'Association émises à l'occasion de la consultation d'octobre 2018 (AMAFI / 18-55).

### Création d'un groupe de réflexion AMAFI / AFPDB

L'AMAFI et l'AFPDB (Association française des produits d'investissement de détail et de bourse) travaillent activement à la mise en place d'un groupe de réflexion conjoint, afin de mettre en lumière les enjeux pratiques du règlement Prospectus. Ce groupe réunira non seulement des juristes mais également des opérationnels. Une présentation des principaux enjeux du règlement Prospectus pour l'industrie des produits structurés a été assurée par le cabinet Ashurst lors de la première réunion qui a eu lieu fin mai.

Claire Boiget, Sarah Bourgeat

## MARCHÉS DE L'ÉNERGIE

### Rôle international de l'euro

La Commission européenne a lancé une série de consultations sur le rôle international de l'euro dans quatre marchés : énergie, matières premières agricoles, métaux et minéraux, change. Compte tenu des spécificités de chacun de ces marchés, l'AMAFI a estimé pertinent de répondre à celle portant sur le marché de l'énergie, qui comportait beaucoup de questions ouvertes l'intéressant plus particulièrement. Elle a néanmoins profité de cette occasion pour formuler aussi des commentaires généraux valables pour tous les marchés couverts par ces consultations (AMAFI / 19-45).

L'Association analyse ainsi les facteurs expliquant la prééminence du dollar dans les marchés concernés, qui résulte largement de l'organisation générale de ces marchés au niveau mondial ainsi que du rôle des monnaies de fabrication et de facturation des différents maillons de la chaîne. Une situation paradoxale alors que se couvrir en euros est aisé et ce, à des coûts relativement peu importants. Dans un environnement où la taille potentielle des marchés de consommation est également un facteur déterminant, l'important bassin de consommation de gaz en Europe présente un potentiel intéressant pour la progression du rôle de la monnaie européenne dans ce marché. Mais si des progrès peuvent être réalisés dans certains secteurs, il n'en demeure pas moins que l'extension de l'utilisation de l'euro dépend largement de la mise en place, au niveau européen, d'outils macro-économiques qui ne sont pas du ressort des acteurs financiers.

Emmanuel de Fournoux, Mehdi Ounjema

## LOI PACTE

### Actifs numériques : Statut des prestataires

L'AMAFI a été sollicitée par l'AMF afin de contribuer aux projets de textes d'application (décret et règlement général) relatifs aux prestataires de services sur actifs numériques (PSAN), à leurs obligations et à leurs missions. Cette contribution (AMAFI / 19-52) a été élaborée dans le cadre du Groupe Actifs numériques qui rassemble à la fois des experts de la finance dite « traditionnelle », des cabinets d'avocats et des acteurs des nouvelles technologies. Les observations formulées sont sous-tendues par les objectifs suivants :

- ▶ Mettre en place un régime PSAN proportionné et attractif.
- ▶ Assurer une cohérence avec les règles applicables aux services d'investissement, notamment celles relatives à l'adéquation des fonds propres.
- ▶ Prendre en considération les évolutions technologiques.
- ▶ Anticiper l'émergence d'actifs numériques qualifiés d'instruments financiers (*security tokens*).

Toutefois, assurer le bon équilibre entre ces différents objectifs n'est pas nécessairement évident et induit que puissent être menées des réflexions complémentaires entre l'AMAFI et les autorités (DGT, AMF et ACPR).

Thomas Cuvelier

## CONFÉRENCE → DÉBRIEF

### Security tokens 16 mai 2019

En février 2019, l'AMAFI, l'AFG, l'ASPIM (Association des sociétés de placement immobilier) et la FD2A (*French Digital Asset Association*), en partenariat avec Gide 255, PwC, ConsenSys et Woorton ont envoyé un questionnaire aux professionnels des marchés et de la *blockchain* afin de mesurer leur intérêt pour les *security tokens*, ou jetons financiers assimilables à des instruments financiers.

Fortes des 148 réponses reçues, les associations ont publié un rapport, disponible sur le site de l'AMAFI, qui a été présenté le 16 mai lors d'une conférence organisée dans les locaux de Gide 255, et à laquelle ont participé plus de 150 personnes.

A retenir :

- ▶ Un premier consensus se dégage d'abord autour de la définition de ces nouvelles formes d'actifs financiers. En effet, la grande majorité des répondants considèrent que les *security tokens* devraient être définis comme les actifs numériques, enregistrés sur une *blockchain*, et qualifiés d'instruments financiers (actions, obligations ou parts ou actions de fonds d'investissement) puisqu'ils en ont les mêmes caractéristiques.
- ▶ Les avantages spécifiques que les *security tokens* sont susceptibles d'offrir aux acteurs de marché par rapport à des titres financiers inscrits en compte-titres sont mis en avant, au premier rang desquels figurent l'automatisation des exigences réglementaires ou de contraintes contractuelles par des *smart contracts*, la réduction des coûts opérationnels et de fonctionnement et l'automatisation de la gestion des événements (OST) affectant la vie des titres par des *smart contracts*.
- ▶ Le développement du recours aux *security tokens* est soumis à différents enjeux techniques, opérationnels, comptables et fiscaux qui devront être clarifiés pour permettre de pleinement tirer profit des avantages que présentent cette nouvelle forme de dématérialisation des titres et sa technologie sous-jacente.

Emmanuel de Fournoux



## FINANCE DURABLE

### Encadrement des émissions d'obligations vertes

Le 2 avril dernier, les régulateurs français (AMF) et néerlandais (AFM) ont publié une position commune relative au contenu du prospectus pour les obligations vertes, afin de tenter de lever les obstacles qui freinent actuellement le développement du marché. En effet, d'une part, des informations parfois d'une importance majeure sont fournies en dehors du prospectus, ce qui entraîne alors un risque de *greenwashing*. D'autre part, les autorités n'ont pas la capacité d'assurer une surveillance adéquate dans la mesure où elles ne peuvent pas s'appuyer sur la directive ou le règlement Prospectus, muets à cet égard.

Sur la base de ces constats, l'AMF et l'AFM proposent un amendement au règlement délégué de la Commission européenne du 14 mars 2019 concernant la forme, le contenu, l'examen et l'approbation du prospectus, avec pour idée maîtresse d'imposer des exigences supplémentaires dès lors que l'émetteur décide de qualifier son émission de « verte » (qualification dont il faut noter qu'elle sera réglementée après l'adoption de la taxonomie européenne). L'enjeu est de permettre une plus grande transparence vis-à-vis des investisseurs, afin de favoriser une plus grande confiance de leur part, tout en n'imposant pas d'obligations trop lourdes aux émetteurs. L'AMAFI assure un suivi de ces problématiques au sein de son Groupe Finance durable.

Claire Boiget, Sarah Bourgeat

## CERTIFICATION PROFESSIONNELLE

### Nouvel examen AMF

L'AMF a lancé une consultation publique sur la modification de l'examen AMF de certification et la création d'une base commune de questions, en français et en anglais. Les textes tels que mis en consultation, qui entreront en application le 1<sup>er</sup> janvier 2020, amèneront des évolutions au niveau de l'organisation de l'examen d'une part, et au niveau du programme de l'examen AMF d'autre part.

L'AMAFI soutient pleinement ce projet (AMAFI / 19-53) qui vise à renforcer la qualité de l'examen de certification et donc à valoriser le professionnalisme de la Place de Paris. Elle salue tout particulièrement la constitution d'un examen en anglais qui apparait en effet comme une nécessité du fait d'une mobilité accrue en Europe, notamment dans un contexte de Brexit.

Pauline Laurent

## AMF / ACPR

### Recommandations

L'AMAFI a mené une analyse (AMAFI /19-38) afin de préciser, à la lumière de la jurisprudence de la Cour de cassation et du Conseil d'Etat, les effets attachés aux recommandations émises par l'AMF et par l'ACPR. La perception normative qu'ont en général les acteurs de ces recommandations doit ainsi être relativisée compte tenu de leur absence de force obligatoire alors qu'elles ne constituent que des invitations à agir dans un sens déterminé.

Claire Boiget, Sarah Bourgeat

## FORMATION AMF RCSI

### Nouveaux cas pratiques

Pour les ateliers qu'elle anime au sein de la formation AMF des candidats à la carte RCSI, l'AMAFI a mis à jour deux cas pratiques (AMAFI / 19-40 et 19-41) afin de prendre en compte les évolutions réglementaires récentes : ils concernent les problématiques conformité liées, pour l'un, à une émission obligataire, pour l'autre, à la commercialisation d'un produit d'épargne.

Pauline Laurent, Blandine Julé

## CONFÉRENCE AMAFI-FIDAL → AGENDA

L'AMAFI organise le 6 juin prochain, en partenariat avec le cabinet FIDAL, la sixième édition de sa conférence sur l'actualité fiscale du secteur financier (contrôle fiscal, contentieux, jurisprudence, gouvernance et conformité fiscale).

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

## CONFORMITÉ

### Fonctions et rapports

Les exigences en matière de conformité que doivent observer les acteurs de marché sont en augmentation constante. Alors qu'une large part d'entre elles sont issues de textes divers, l'AMAFI a estimé utile de les recenser et de les synthétiser. Deux notes sont ainsi venues rappeler à ses adhérents, d'une part, la nature des responsabilités pour lesquelles des personnes physiques doivent être désignées (AMAFI / 19-50) et, d'autre part, les rapports à établir à destination des régulateurs ou des instances dirigeantes (AMAFI / 19-58). Pas moins de 15 fonctions et de 13 rapports sont ainsi concernés.

### Cartographie des risques de non-conformité

À la demande de son Comité Conformité, l'AMAFI a lancé un chantier de réflexion autour de la cartographie des risques de non-conformité. Une première réunion de cadrage, ayant pour objectif de recueillir les attentes précises des adhérents sur ce sujet, a été organisée fin mars. Les travaux se poursuivront pendant les prochains mois, à l'issue desquels des éléments de méthodologie et des exemples de cartographies pourront être partagés avec l'ensemble des adhérents.

Pauline Laurent, Blandine Julé

## FISCALITÉ

### Comité d'évaluation des réformes fiscales - CERFC

La Loi de finances pour 2018 a procédé à une rénovation en profondeur de la fiscalité du capital tout en prévoyant que ces réformes fassent l'objet d'une évaluation approfondie. C'est l'objet du CERFC, organisme indépendant piloté par France Stratégie et le Conseil d'analyse économique (CAE), qui doit analyser leurs effets sur le financement de l'économie, sur l'emploi et la croissance, ainsi sur la création et la répartition des richesses.

Mi-mai, l'AMAFI a été auditionnée par le Comité dans un contexte où la crise des « gilets jaunes » a amplifié un certain nombre de questions liées à la fiscalité du capital (AMAFI / 19-51). A cette occasion, l'Association a développé différents éléments d'analyse mis en évidence par son Baromètre de la fiscalité de l'épargne et du financement des entreprises, publié en novembre 2018 (AMAFI / 18-64). Elle a souligné notamment les conséquences positives du PFU qui a conféré un caractère simple et lisible à la fiscalité de l'épargne tout en participant à une baisse du coût de financement des entreprises en titres de capital et de dette, ce coût devenant désormais comparable à celui existant en Allemagne et au Royaume-Uni. Ces éléments ont d'ailleurs été confirmés par des résultats plus qualitatifs obtenus en février 2018 auprès d'adhérents de l'AMAFI ayant une activité de banque privée, qui ont observé la création d'un véritable « choc de confiance ».

Éric Vacher

## SÉCURITÉ FINANCIÈRE

### Lignes directrices marchés LCB-FT

Dans le cadre de la rédaction de lignes directrices dédiées aux marchés financiers, l'AMAFI a transmis aux services de l'ACPR la première partie de ses propositions en vue d'engager les discussions avec ses services. Cette première partie comporte notamment des éléments sur la qualification des éventuelles relations d'affaires dans le cadre de certaines activités de marché et de financement, des précisions sur les mesures de vigilance à mettre en œuvre, un focus sur l'entrée en relation d'affaires « à distance » et des clarifications sur les marchés réglementés qui peuvent être considérés comme équivalents. La seconde partie est en cours de finalisation et devrait être adressée d'ici l'été aux services de l'ACPR.

### Lutte contre la corruption

L'AMAFI a organisé mi-avril, une réunion d'échanges entre ses adhérents et l'Agence Française Anticorruption (AFA) destinée à présenter le « Guide pratique de la fonction conformité anticorruption en entreprise » rédigé par l'AFA. Cette réunion a été également l'occasion pour les adhérents de l'AMAFI d'échanger avec l'Agence sur les problématiques qu'ils rencontrent dans le cadre de la mise en œuvre du dispositif anti-corruption.

Blandine Julé

#### PETIT-DÉJEUNER AMAFI / MAZARS → AGENDA

### Procédures précontentieuses et contentieuses menées par les régulateurs

L'AMAFI et la société d'avocats MAZARS organisent un petit-déjeuner le mercredi 12 juin sur les procédures précontentieuses et contentieuses menées par les régulateurs financiers. L'événement sera également l'occasion d'échanger sur les comportements appropriés à adopter au sein des établissements financiers.

➤ Renseignements et inscription auprès du secrétariat de l'AMAFI  
[secretariat@amafi.fr](mailto:secretariat@amafi.fr)

## PLACEMENT ET COMMERCIALISATION D'INSTRUMENTS FINANCIERS

### Doctrine AMF / ACPR

Les services de l'AMF et de l'ACPR ont travaillé sur un projet de mise à jour de la Position 2012-08 relative au placement et à la commercialisation d'instruments financiers afin, d'une part, d'actualiser les références réglementaires en lien avec MIF 2 et, d'autre part, de clarifier les conditions dans lesquelles certains intermédiaires dans la distribution de titres de créances structurés doivent être agréés pour fournir le service de placement. Sur ce second aspect, le projet mis en consultation a conduit l'AMAFI (AMAFI / 19-36), dans le droit fil des travaux qu'elle a menés depuis plusieurs années sur ce sujet, à observer qu'il pourrait en résulter des contraintes supplémentaires injustifiées pour les acteurs concernés et surtout, perturber indûment l'écosystème de la distribution des produits d'épargne. Les autorités ayant entendu ces préoccupations, des discussions sont en cours.

Pauline Laurent

## ACTIVITÉS

*Chiffres-clés  
du 01/05/2018  
au 01/05/2019*

**32**

Réponses à des consultations  
publiées ou en cours

**27**

Notes de position /  
de problématique

**24**

Notes d'information

**14**

Conférences et événements  
AMAFI

**4**

Normes professionnelles  
existantes

**3**

Bonnes pratiques  
professionnelles existantes

## PUBLICATION

### Finance verte, le monde de demain !

L'AMAFI et Revue Banque publient un nouvel hors-série sur la finance durable. Quelle dynamique pour la finance verte ? Comment fléchir le capital vers une économie bas carbone ? Quel rôle pour les banques, les investisseurs, les émetteurs dans la transition énergétique ? Autant de questions auxquelles l'ouvrage entend apporter des réponses, grâce à la contribution d'une palette d'auteurs français et internationaux.

Un débat public est organisé à l'occasion de la sortie de cette publication, **mercredi 26 juin à 18 heures**.

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

Philippe Bouyoux



## NOUVEAUX ADHÉRENTS

- ▶ **NowCP**, entreprise d'investissement, dont la maison mère est Orange SA, offre des services de placement non garanti et exploitation d'un Système Multilatéral de Négociation. Ses dirigeants sont Hervé Labbé (Directeur Général) et Jeremy Goux (Directeur Stratégie et Produit).
- ▶ **STC Partners**, cabinet d'avocats créé en 2005, est composé à parité d'avocats juristes et fiscalistes. STC Partners accompagne les projets internationaux et transversaux de ses clients français et assiste une clientèle de sociétés et dirigeants étrangers sur tous les aspects de leur développement en France avec 5 grandes lignes d'action : patrimoine et *family business*, *corporate* et M&A, *corporate tax*, arbitrage et contentieux, social et banque-finance. Ses dirigeants sont Hervé-Antoine Couderc (Associé) et Serge Durox (Associé).
- ▶ **UBS Europe SA – Succursale de France**, entreprise de crédit exerçant des services de réception-transmission et exécution d'ordres, conseil en investissement, prise ferme, placement garanti et non garanti. Ses dirigeants sont Thomas Rodermann (Directeur Général du groupe) et Jean-Frédéric de Leusse (Responsable en France de la succursale).

## CONTACTS

### Claire Boiget

01 53 83 00 91 | [cboiget@amafi.fr](mailto:cboiget@amafi.fr)

### Sarah Bourgeat

01 53 83 00 76 | [sbourgeat@amafi.fr](mailto:sbourgeat@amafi.fr)

### Philippe Bouyoux

01 53 83 00 84 | [pbouyoux@amafi.fr](mailto:pbouyoux@amafi.fr)

### Thomas Cuvelier

01 53 83 00 86 | [tcuvelier@amafi.fr](mailto:tcuvelier@amafi.fr)

### Arnaud Eard

01 53 83 00 75 | [aeard@amafi.fr](mailto:aeard@amafi.fr)

### Emmanuel de Fournoux

01 53 83 00 78 | [edefournoux@amafi.fr](mailto:edefournoux@amafi.fr)

### Blandine Julé

01 53 83 00 81 | [bjule@amafi.fr](mailto:bjule@amafi.fr)

### Pauline Laurent

01 53 83 00 87 | [plaurant@amafi.fr](mailto:plaurant@amafi.fr)

### Alexandra Lemay-Coulon

01 53 83 00 71 | [alemaycoulon@amafi.fr](mailto:alemaycoulon@amafi.fr)

### Mehdi Ounjema

01 53 83 00 73 | [mounjema@amafi.fr](mailto:mounjema@amafi.fr)

### Bertrand de Saint Mars

01 53 83 00 95 | [bdesaintmars@amafi.fr](mailto:bdesaintmars@amafi.fr)

### Éric Vacher

01 53 83 00 82 | [evacher@amafi.fr](mailto:evacher@amafi.fr)

Directeur de publication Bertrand de Saint Mars | Rédacteur en chef Philippe Bouyoux | Rédaction dossier Olivia Dufour |  
Direction artistique Rodolphe Herrera | Maquette Sabine Charrier | Imprimeur PDI - N° ISSN : 1761-7863 |



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)

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