

▶ ÉDITO

L'AMAFI était présente le mois dernier au forum Eurofi, à Saint-Jacques de Compostelle, alors que l'Espagne exerce actuellement la Présidence de l'UE. Cette dernière édition du « Davos de la finance européenne », qui rassemble autorités publiques nationales et européennes, autorités américaines et britanniques, banques centrales, industrie financière, ONG et *think tanks*, avait pour toile de fond la perspective des élections européennes de juin prochain, avec des dossiers à conclure avant cette échéance et d'autres qui devront attendre la prochaine mandature.

Parmi les dossiers prioritaires figure la révision d'EMIR, règlement européen sur les dérivés, sur lequel les débats s'intensifient à l'approche de cette échéance. Les autorités européennes, soucieuses du positionnement stratégique – et, de fait, systémique – des chambres de compensation britanniques souhaitent relocaliser la compensation des dérivés en euro, en particulier de taux, au sein de l'Union (cf. News p. 7), un enjeu de maîtrise des risques et d'autonomie stratégique. Si cet objectif est évidemment partagé, l'industrie financière, et plusieurs états membres avec elle, s'inquiète des moyens envisagés pour obtenir la montée en puissance du « *Clear in Europe* ». En effet, une approche mal calibrée, trop rapide et prescriptive, n'aboutirait pas à la relocalisation de la compensation mais se traduirait plutôt par le déplacement de l'activité de *trading* hors de l'UE, avec en corollaire une perte durable d'influence de l'Union sur ce marché, aux antipodes des objectifs visés.

Avec d'autres associations professionnelles, l'AMAFI plaide donc pour une approche graduelle, incitative et prudente qui permette aux forces de marché de s'exercer pour faire gagner en attractivité une chambre européenne et asseoir son développement dans le temps, tout en préservant la compétitivité des intermédiaires financiers européens. Or, la BCE a créé l'événement en Espagne en suggérant un rapatriement contraint et rapide de 40% des activités. Ce seuil est pourtant sans commune mesure avec les volumes actuellement compensés dans l'Union et renchérirait le service offert aux clients, dont beaucoup, en particulier ceux non soumis à EMIR, resteront libres d'opter pour la chambre de leur choix, y compris hors UE. Une mesure inquiétante qui, si elle prospérait, s'avérerait donc lourdement contre-productive pour l'industrie financière européenne et, au final, l'autonomie stratégique de l'Union.

Stéphane Giordano et Stéphanie Hubert

▶ DOSSIER



Produits dérivés : les paradoxes de la réglementation

Accusés d'avoir contribué à la propagation de la crise financière de 2008, les produits dérivés ont depuis été encadrés, notamment en Europe. Mais en plaçant au centre du dispositif les chambres de compensation, ce nouveau régime soulève de nouveaux défis, d'autant plus que les principales se situent, depuis le Brexit, en dehors des juridictions européennes.

Produits dérivés : les paradoxes de la réglementation

 Sandra Sebag

Les produits dérivés font l'objet de nombreux débats, et sont souvent accusés d'être à l'origine de bulles spéculatives ou de mouvements spectaculaires sur les marchés financiers. Pourtant, ces contrats conclus entre différents intervenants de marché sont essentiels pour l'économie. Ils sont ainsi utilisés par les entreprises pour couvrir leurs risques, en sécurisant la valeur de leurs flux commerciaux en devises ou celle de leurs achats de matières premières. Les banques, les gérants d'actifs ou encore les fonds de pension y ont également recours à la fois pour réduire leurs risques et optimiser leurs investissements. « *Ils permettent de distribuer de manière optimale les risques inhérents à l'ensemble des classes d'actifs qu'il s'agisse des actions, des obligations, du change ou encore des matières premières et contribuent ainsi à diminuer le risque global ou systémique* », résume Stéphane Giordano, Président de l'AMAFI. Mais encore faut-il pour cela qu'ils soient utilisés à bon escient. Ainsi en 2008, si l'une des plus grandes crises financières mondiales a pour origine la multiplication des prêts immobiliers à des ménages non solvables par les banques américaines, les produits dérivés ont été accusés d'avoir largement contribué à la diffusion du choc financier, notamment après la faillite de Lehman, contrepartie à de nombreux contrats. Pour limiter les risques induits par les produits dérivés, des réformes réglementaires ont été depuis adoptées des deux côtés de l'Atlantique. A travers le règlement EMIR (*European Market and Infrastructure Regulation*) du 27 juillet 2012, Bruxelles a imposé aux différents intervenants sur les produits dérivés de déclarer leurs transactions à des référentiels centraux afin d'augmenter la transparence et d'éviter l'accumulation de risques. surtout, le règlement européen a exigé un échange de garanties (collatéralisation) entre les contreparties de contrats dérivés non standards ainsi qu'une obligation de compensation pour les produits standardisés. Dans ce cadre, les chambres de compensation s'interposent entre le vendeur et l'acheteur de la plupart des contrats dérivés et font l'objet d'exigences réglementaires fortes en termes de capital, d'organisation, de règles de conduite et de gestion des risques. Ces chambres de compensation utilisent notamment des mécanismes de dépôts de garanties (contribution de chaque adhérent compensa-

teur à un fond de défaut) et d'appels de marges à la conclusion de chaque contrat (marges initiales) puis à mesure que leur valeur évolue (marges de variation) qui, ensemble, permettent de faire face au défaut d'un intervenant et d'empêcher sa propagation aux autres acteurs du marché. Mais dans les faits, ces mécanismes ont pu parfois avoir des effets contreproductifs. Cela a notamment été le cas lors de l'envolée des prix de l'énergie à la suite du déclenchement de la guerre en Ukraine. Face à une hausse brutale des prix et de leur volatilité, les appels de marge ont fortement augmenté, au point de menacer la viabilité de certains clients (ou membres compensateurs) voire d'amener à des défauts techniques. « *La compensation centrale se fonde sur l'idée que le recours à la liquidité permet de maîtriser les conséquences d'un défaut. Ici, le besoin de liquidité est devenu tel qu'il a failli générer les défauts... Cette situation est d'autant plus paradoxale que les énergéticiens qui se sont vu appliquer des appels de marge colossaux bénéficiaient par ailleurs de perspectives très favorables liées à la hausse des prix de l'énergie* », souligne Stéphane Giordano. Certes, des ajustements ont ensuite été introduits à la fois sur les marchés de l'énergie et des matières premières. Pour ces dernières par exemple, « *la Commission européenne a publié en juillet 2022 le règlement délégué (UE) 2022/1302 du 20 avril 2022 modifiant les limites de position applicables aux instruments dérivés sur matières premières agricoles* », précise Delphine Marchand, Avocate au sein du Département marchés de capitaux internationaux du bureau de Paris d'Allen & Overy. Un procédé qui ne satisfait toutefois pas entièrement les intervenants. « *Les chambres de compensation à travers leur modèle actuel d'appels de marge renforcent les phénomènes de crise alors qu'il faudrait plutôt les atténuer à travers des instruments contracycliques* », avance Sophie Asselot, Directrice des affaires publiques de Natixis.

Une relocalisation délicate de la compensation

Mais l'écueil principal auquel se heurte ce dispositif de compensation depuis le Brexit se situe ailleurs et relève de la géopolitique ! Le recours aux chambres de



►► compensation pour les produits standards a conduit à la création de quasi-monopoles qui se situent notamment, pour les *swaps* de taux en euro, de l'autre côté de la Manche. « Actuellement entre 90 et 95% de la compensation sur les *swaps* de taux en euro est faite à Londres et 75% des volumes sont réalisés entre acteurs non européens », confirme Sophie Asselot. Et cette situation s'est paradoxalement renforcée depuis le Brexit, avec une hausse des parts de marché des anglo-saxons. L'Autorité des marchés financiers (AMF) souligne ainsi dans son rapport sur la cartographie des risques du 6 juillet 2023 que la forte hausse en 2022 des volumes échangés sur les dérivés de taux d'intérêt a principalement bénéficié aux acteurs anglo-saxons et notamment américains. Or, la concentration de la compensation des *swaps* en euro dans un pays tiers n'est pas sans risques. Les pays périphériques de la zone euro, et la BCE avec eux, gardent ainsi un souvenir cuisant de la décision unilatérale de la chambre britannique d'appliquer de manière unilatérale, lors de la crise de 2011 (avant même le Brexit, donc...), une décote importante sur leurs obligations souveraines apportées en garantie. Il y a ainsi un enjeu de supervision pour l'Union européenne et donc de maîtrise des risques associés aux chambres de compensation, notamment en cas de crise.

La Commission européenne souhaite de ce fait rapatrier une partie des flux sur le continent, mais face au monopole britannique, atteindre cet objectif n'est pas aisé. Elle a ainsi à plusieurs reprises reconduit l'autorisation provisoire faite aux banques de l'Union européenne (UE) de compenser leurs transactions libellées en euro à la City, la dernière date butoir étant fin juin 2025. En parallèle, la Commission a initié un nouveau projet de réforme du règlement EMIR. Certaines des dispositions envisagées semblent faire consensus, s'agissant par exemple des simplifications administratives afin d'augmenter la compétitivité des chambres européennes. « Le projet de règlement EMIR 3.0 prévoit une plus grande transparence sur les activités des chambres de compensation et simplifie les agréments - dès lors qu'ils n'augmentent pas leurs risques - pour les services ou activités supplémentaires des chambres de compensation de l'Union européenne afin que celles-ci puissent augmenter facilement

leur volume d'activité et être davantage compétitives », précise Delphine Marchand. A l'inverse, les mesures visant à la réduction de la « dépendance excessive » vis-à-vis des chambres de pays tiers et à une relocalisation « suffisante » de la compensation dans l'Union restent âprement débattues. Si un consensus semble trouvé sur la nécessité pour les acteurs du marché de disposer d'un compte actif auprès d'une chambre européenne pour la compensation de leurs *swaps* en euro, une divergence importante demeure quant au calibrage de cette mesure : doit-elle être qualitative ou assortie de seuils minimum stricts, et dans ce cas, quelles dérogations faudrait-il accorder aux activités des intermédiaires (*market making* et *client clearing*) ?

Un enjeu de compétitivité

La plupart des intervenants de marché souligne en effet l'impact négatif que cette réforme, si elle est mal calibrée, pourrait avoir sur la compétitivité de l'industrie financière européenne (voir entretien p. 4). Elle contreviendrait en outre aux dispositions prévues dans d'autres textes et qui ont vocation à protéger les épargnants. « Les sociétés de gestion sont soumises au titre de la directive MIF à une obligation de meilleure exécution des transactions afin de servir au mieux les intérêts de leurs clients. Une relocalisation forcée et quantitative des contrats dérivés euro auprès d'une chambre de compensation de l'UE créera un désavantage compétitif pour les acteurs européens, seuls contraints par cette obligation en raison de la non-extraterritorialité de la réglementation EMIR. Une approche qualitative avec un compte opérationnel ouvert auprès d'une chambre de l'UE, qui ne s'activerait qu'en cas de menace réelle sur la stabilité financière, répondrait aux objectifs de la Commission, tels que fixés dans la revue d'EMIR, tout en préservant l'intérêt du client final », souligne par exemple Myriam Dana-Thomae, Chef de Pôle-Métiers transverses à l'Association française de la gestion financière (AFG).

De leur côté les acteurs londoniens cherchent à conforter leur position. Ils ont adopté de nouvelles réformes depuis le Brexit et mettent en avant le fait que les superviseurs européens ont déjà la possibilité de refuser l'équivalence

à un acteur qui ne respecterait pas la réglementation européenne. « Outre le fait que le fonctionnement des chambres de compensation de pays tiers devra être conforme à la doctrine de l'ESMA, la Grande-Bretagne a introduit des mesures de résolution encore plus contraignantes que celles prévues en Europe. Elle pré-

voit par exemple une application plus stricte du principe selon lequel les créanciers doivent être traités de la même façon en cas de liquidation », explique Perrine Herrenschmidt, Senior Director, European Public Policy de l'ISDA (International swaps & derivatives association). Un débat qui est donc loin d'être clos malgré le Brexit.



L'analyse de ... Mickael Crabos

Head of Scarce Resources and XVA Trading pour la Division des Marchés de Capitaux de Crédit Agricole CIB

Quels sont les principaux risques liés à un rapatriement en Europe de la compensation sur produits dérivés ?

Face à la position dominante de LCH à Londres, le risque est d'imposer des contraintes qui ne répondent pas à l'objectif de la Commission Européenne et qui pourraient affaiblir les acteurs européens si la relocalisation des flux de *clearing* en Europe était menée de manière trop rapide et brutale. La position dominante de LCH conduit cette chambre de compensation à être une référence en termes de prix de *swap* euro, mais aussi sur l'ensemble des devises. L'historique des prix montre en effet un écart entre LCH et Eurex, la principale chambre européenne, qui peut entraîner un désavantage compétitif dans le cas où un acteur se retrouve dans l'impossibilité de conserver un accès aux deux chambres de compensation. Par ailleurs, LCH possède une position dominante sur de nombreuses devises ce qui permet de réduire le risque d'accumulation et le besoin en « *initial margin* » en compensant toutes ces devises au même endroit.

Quelles sont vos propositions ?

Alors que les autorités de l'UE souhaitent inciter les membres compensateurs à accélérer le rythme de la relocalisation, nous recommandons l'introduction d'une exigence de compte actif en deux phases pour les entités soumises à l'obligation de compensation, afin de permettre une relocalisation progressive, et de garantir le développement d'un écosystème de compensation solide et résilient dans l'UE. En parallèle, le développement d'une offre de produits et devises plus large par Eurex pourrait également permettre de réduire le surcoût au niveau de « *l'initial margin* ». Dans cette même perspective, les entités publiques pourraient contribuer à accroître l'attractivité des chambres de compensation de l'Union Européenne en compensant une partie de leurs transactions auprès des chambres de l'UE ou en exigeant des références de prix sur une chambre de l'UE pour les opérations bilatérales. Cette décision permettrait d'accroître les volumes et de générer plus de liquidité.

ICSA

Assemblée générale, Séoul, 19-20 juin



KOFIA, l'Association représentant les marchés financiers en Corée du Sud, a convié les membres d'ICSA (*International Council of Securities Associations*) ainsi que de nombreux autres intervenants des marchés de capitaux dans le monde, pour une rencontre de deux jours à Séoul. L'AMAFI était représentée par Stéphanie Hubert, Directrice générale, et par Arnaud Eard, Directeur des affaires internationales et européennes. La rencontre était divisée en deux temps forts : l'Assemblée générale

Arnaud Eard

le 19 juin, réservée uniquement aux membres d'ICSA, et la conférence internationale le 20 juin, ouverte à une audience extérieure.

Lors de l'Assemblée générale, les membres ont pu échanger sur leurs priorités respectives s'agissant notamment des enjeux de finance durable, de la digitalisation des services financiers ou encore des sujets post-marché, et en particulier du passage à T+1 dans certaines juridictions. Par ailleurs, Urban Funered, Directeur général de l'association suédoise (SSMA), a été nommé Président de l'ICSA et Stéphanie Hubert membre du *Board*.

La conférence internationale a été, pour sa part, l'occasion de constater la montée en puissance des places asiatiques et pour l'AMAFI d'intervenir dans deux panels par la voix de sa Directrice générale : le premier sur la finance durable, le second sur le *Listing Act*. A l'occasion de ce dernier, elle a notamment souligné la position de l'Association sur la recherche sponsorisée, en rappelant que l'AMAFI est à l'origine de l'élaboration d'un code de conduite national permettant le développement de la recherche sponsorisée, une initiative importante pour le financement par le marché des PME et ETI.

FORUM EUROFI

Saint-Jacques de Compostelle, 13-15 septembre



Dans le cadre du récent Forum Eurofi, Stéphane Giordano, Président de l'AMAFI, Arnaud Eard, Directeur des affaires européennes et internationales, et quelques membres de la Commission Action Européenne, ont rencontré, en marge des débats publics, plusieurs interlocuteurs institutionnels, notamment Alexandra Jour-Schroeder, Directrice générale adjointe de la DG FISMA, et les représentants des ministères des finances de onze États membres.

Les échanges ont porté sur deux grands dossiers d'actualité de l'Association : EMIR 3.0 (AMAFI / 23-66) et la *Retail Investment Strategy* (AMAFI / 23-70).

- ▶ Concernant EMIR, la délégation a prôné une approche prudente sur la relocalisation de la compensation des dérivés en euro afin de préserver la compétitivité des acteurs européens et l'attractivité des marchés de l'Union (cf. *News* p 7).
- ▶ S'agissant de la *Retail Investment Strategy*, la délégation a notamment fait part de son opposition à l'interdiction partielle des *inducements* et a souligné que l'approche proposée, centrée sur les coûts, risque de limiter l'offre de produits et de ne pas répondre aux besoins des ménages européens (cf. *News* p 7).

Arnaud Eard

LISTING ACT

Recherche en investissement

Le paquet *Listing Act*, qui vise à faciliter la cotation des entreprises dans l'UE, est actuellement en cours de négociation au Parlement européen, pour une finalisation attendue d'ici la fin de l'année.

L'Association a ainsi formulé début juillet ses amendements relatifs au projet de rapport du Parlement (AMAFI / 23-56), notamment s'agissant des conditions d'élaboration du prospectus, des droits de vote multiples et de certaines modifications relatives au Règlement Abus de marché. L'un des sujets sur lequel l'Association s'investit particulièrement dans ce cadre est celui de la recherche en investissement.

Fort du constat que la directive *MiFID II* a eu des conséquences négatives sur le financement de la recherche sur les PME et les ETI, le *Listing Act* propose en effet d'amender ce texte sur deux aspects :

- ▶ D'une part, en reconnaissant la recherche sponsorisée, c'est-à-dire celle complètement ou partiellement rémunérée par l'émetteur, comme de la recherche en investissement à part entière pour autant qu'elle respecte un code de conduite. L'AMAFI se félicite de cette évolution qui s'inspire largement du modèle français mis en place depuis la publication en mai 2021 de la *Charte AMAFI-AFG-SFAF* sur la recherche sponsorisée. Toutefois, alors que les institutions européennes souhaitent confier à l'ESMA l'élaboration de ce code de conduite, l'AMAFI préconise que,

Arnaud Eard, Emmanuel de Fournoux

dans un premier temps au moins, il relève de chaque État membre, sur la base d'orientations de l'ESMA. Cela permettrait de prendre en compte les spécificités propres à chaque marché qui demeurent importantes s'agissant des marchés de capitaux des PME et ETI.

- ▶ D'autre part, il est proposé de relever le seuil actuel (1 milliard d'euros) en deçà duquel il est possible de lier (*bundle*) les commissions de transaction et celles de recherche. Plusieurs seuils sont proposés, allant jusqu'à 10 milliards d'euros. Tout en ayant de sérieux doutes sur l'efficacité de cette mesure, l'Association considère qu'il serait approprié de fixer le seuil à 5 milliards d'euros, ce montant de capitalisation étant considéré par les investisseurs comme correspondant le mieux aux PME - ETI.

Par ailleurs, une délégation de l'AMAFI, dirigée par Stéphane Giordano, Président de l'Association, a rencontré Salvatore Gnoni, Chef d'Unité Protection des Investisseurs à l'ESMA pour échanger sur ce sujet. L'Association a mis en avant le rôle prépondérant joué par la recherche sponsorisée pour compenser la baisse de la couverture recherche des PME-ETI depuis *MiFID II*. Elle a présenté les principes qui ont fondé l'élaboration de la Charte française sur la recherche sponsorisée. Si l'Association a souligné l'importance d'une approche locale, Salvatore Gnoni a, quant à lui, considéré que l'objectif d'harmonisation devait primer.

DÉRIVÉS EMIR 3.0

Dans le cadre de la révision du Règlement EMIR, l'AMAFI en relation avec la FBF, met en avant (AMAFI / 23-66) trois sujets cruciaux pour les acteurs européens : la relocalisation de la compensation au sein de l'UE (cf. Dossier p.2), les obligations de compensation des fonds de pension britanniques et les appels de marges des options sur actions.

Concernant les fonds de pension britanniques, ceux-ci ne sont pas soumis par leur réglementation domestique à une obligation de compensation de leurs transactions sur dérivés. Si la Commission européenne avait accordé une exemption à EMIR aux acteurs européens afin qu'ils puissent traiter dans les mêmes conditions avec ces institutions, celle-ci a toutefois expiré en juin dernier. EMIR 3.0 envisageant bien de supprimer cette obligation, il convient désormais de trouver un moyen de prolonger cette exemption jusqu'à l'entrée en application du texte.

Une problématique similaire concerne les appels de marges sur les options sur actions de gré à gré. Là aussi, EMIR 3.0 prévoit de supprimer cette obligation et une exemption est en place jusqu'en janvier 2024, qu'il convient de prolonger jusqu'à l'entrée en application du texte.

Parmi les actions menées par l'Association, une délégation, dirigée par Stéphane Giordano, a échangé sur ces deux sujets avec Jennifer Robertson, Chef d'Unité Infrastructures de Marché à la DG FISMA. Celle-ci a indiqué comprendre les enjeux de compétitivité pour l'industrie mais a considéré que les moyens d'action de la Commission européenne étaient limités, y compris en termes de recours juridiques, renvoyant donc vers la capacité des colégislateurs à entériner leurs positions respectives le plus rapidement possible. L'Association poursuit néanmoins son action.

Arnaud Eard, Emmanuel de Fournoux

PROTECTION DES INVESTISSEURS Retail Investment Strategy

Cet été, l'AMAFI a transmis à la Commission européenne, dans le cadre de la procédure « *Have Your Say* », une synthèse de ses positions sur le projet de *Retail Investment Strategy* (RIS). Elle a ainsi fait part des préoccupations que soulève ce projet en termes de compétitivité et d'attractivité des marchés de capitaux de l'UE et a émis des réserves sur plusieurs des amendements proposés à MiFID et PRIIPs (AMAFI / 23-70).

S'agissant de MiFID

- ▶ L'interdiction partielle des *inducements* est susceptible de priver de nombreux clients d'une aide essentielle pour leurs décisions d'investissement.
- ▶ L'introduction d'un test de « *value for money* » et d'un nouveau test du « meilleur intérêt du client », tous deux exclusivement centrés sur le coût des instruments financiers, risque de limiter l'offre de produits, tant en quantité qu'en qualité, et de nuire à la distribution des produits ESG.
- ▶ Les nouvelles obligations de transparence élargiraient en fait considérablement les informations à fournir aux clients, contrairement à l'objectif affiché de réduction.
- ▶ L'alourdissement du test de caractère approprié pour les services d'exécution et de réception-transmission d'ordres remettrait en cause la possibilité, pour les clients qui le souhaitent, de prendre leurs décisions d'investissement de manière autonome.
- ▶ Il n'est pas utile d'imposer des mesures complémentaires à la fourniture de services à la clientèle professionnelle.

S'agissant de PRIIPs

- ▶ L'Association a notamment appelé à plus de cohérence avec MiFID concernant la nouvelle section dédiée aux caractéristiques ESG des produits et elle a contesté la faisabilité d'une autre section appelée « *product at a glance* ».
- ▶ Les éventuelles dispositions relatives à la personnalisation des KIDs doivent être fondées sur des tests-consommateurs, afin de s'assurer que les avantages de ces changements soient à la hauteur des coûts élevés à engager.

Enfin, pour ces deux textes, l'Association a demandé que la date d'entrée en application soit repoussée du fait de la complexité des changements envisagés.

En parallèle, l'AMAFI a demandé à la Commission européenne et à l'ESMA, aux côtés de plusieurs de ses homologues européens (AMAFI / 23-69) des assouplissements dans l'application des dispositions réglementaires aux instruments financiers « vanilles » (actions et obligations simples), certaines constituant un frein à la distribution et aux levées de capitaux, notamment auprès de la clientèle de détail.

L'AMAFI a relayé une position commune avec la FBF sur la RIS auprès de Stéphanie Yon-Courtin, Rapporteur sur le sujet au sein de la Commission ECON du Parlement européen, des autorités françaises (DGT et AMF), de la présidence espagnole de l'Union européenne et de plusieurs États membres.

Catherine Balençon, Julie Dugourgeot, Arnaud Eard

EFSA

EFSA - Madrid, 11-12 septembre

L'Association des marchés financiers espagnole (AMF) a accueilli début septembre ses homologues européens d'EFSA, *European Forum of Securities Associations*. Cette réunion a été l'occasion pour les membres d'échanger sur leurs priorités respectives s'agissant notamment des négociations en cours dans le cadre du *Listing Act*, de la finalisation de la révision de *MiFIR*, de la *Retail Investment Strategy* et du traitement des dérivés dans la finance durable.

Par ailleurs, une première discussion s'est tenue sur les priorités de la prochaine Commission européenne concernant l'Union des Marchés de Capitaux. Le forum s'est donné pour objectif de faire des propositions communes d'ici la fin de l'année.

La prochaine réunion d'EFSA se tiendra à Paris en décembre, dans les bureaux de l'AMAFI, qui assure actuellement le secrétariat du Forum.

Arnaud Eard

WEBINAIRE > DÉBRIEF

DORA KPMG - AMAFI, 26 septembre

L'AMAFI a organisé un webinaire, en partenariat avec KPMG Avocats, sur le règlement européen sur la résilience opérationnelle numérique (*Digital Operational Resilience Act* ou DORA) et ses enjeux.

Une gestion efficace des risques liés aux Technologies de l'Information et de la Communication (TIC), et en particulier liés aux tiers prestataires de services de TIC et à la cybersécurité, devient une nécessité pour les entreprises du secteur financier qui souhaitent assurer leur conformité, leur compétitivité et leur pérennité. Ces sujets sont au cœur du règlement européen DORA, adopté fin 2022, qui s'appliquera en janvier 2025 dans tous les états membres de l'Union Européenne et à l'ensemble des entreprises du secteur financier ainsi qu'à leurs fournisseurs de TIC.

Thiebold Cremers, Clara Le Du

RETENUE À LA SOURCE

Proposition de directive FASTER

La Commission européenne a mis en consultation une proposition de directive dite FASTER (*Faster and Safer Relief on Withholding Taxes*) visant à mettre en place une procédure d'émission automatique de certificats de résidence fiscale numérique (CFRN) et deux procédures accélérées (dégrèvement et remboursement rapide) en complément de la procédure standard de retenue à la source. Pour mémoire, l'AMAFI avait répondu à la précédente consultation sur ce sujet, en juin 2022 (*AMAFI / 22-47*), exprimant sa préférence pour la combinaison d'un système de remboursement amélioré et d'un système de dégrèvement à la source à l'échelle de l'UE.

L'AMAFI est aujourd'hui contrainte de marquer son désaccord (*AMAFI / 23-71*) avec cette proposition, estimant qu'elle ne permet pas de répondre aux objectifs poursuivis par la Commission, en particulier le « *dégrèvement plus rapide et plus sûr de l'excédent des retenues à la source* ». En effet, l'Association considère que, telle que configurée, la proposition FASTER pourrait aggraver la complexité actuelle des systèmes de remboursement et de dégrèvement à la source prévus par les États membres et susciter une déception majeure, tant pour les émetteurs que pour les investisseurs. De ce point de vue, elle estime donc préférable d'en rester au *statu quo* actuel à défaut d'une révision en profondeur de cette proposition de directive. En tout état de cause, si la proposition législative présentée par la Commission devait être maintenue, l'Association recommande *a minima* d'apporter des corrections significatives au texte proposé.

Eric Vacher, Maguette Diouf

WEBINAIRE > DÉBRIEF

FASTER AMAFI - EY, 19 septembre

L'AMAFI et EY Société d'Avocats ont co-animé un webinaire sur la proposition de directive FASTER. Lors de cet événement qui a rassemblé près de 70 participants, les intervenants ont notamment discuté des implications de FASTER pour les déposataires, les investisseurs et les intermédiaires financiers dans la chaîne de paiement, ainsi que des éléments clés de la position exprimée par l'AMAFI à l'occasion de la consultation publique de la Commission européenne.

🔗 Présentation disponible sur www.amafi.fr

Eric Vacher, Maguette Diouf

TEMPS DE TRAVAIL

Mise à jour de l'accord collectif

À l'issue de négociations, les partenaires sociaux de la branche Marchés financiers sont parvenus à réviser et mettre à jour l'accord collectif du 23 décembre 1999 relatif à la réduction du temps de travail, aboutissant ainsi à l'accord de substitution du 28 juin 2023, signé par deux des quatre organisations syndicales (SPI et CGC-MF).

À retenir parmi les évolutions : l'intégration de dispositions relatives notamment au droit à la déconnexion (art. 6) et au suivi de la charge et de la durée du travail (art. 8-12).

L'AMAFI a procédé au dépôt et à la demande d'extension de cet accord auprès de la Direction Générale du Travail. Il est désormais accessible sur le [site de l'AMAFI](#).

Alexandra Lemay-Coulon, Jeanne Auriac

EXIGENCES DE CONNAISSANCES MINIMALES

Position AMF

Le Comité juridique de l'AMAFI a identifié une difficulté dans l'application des questions 33 et 34 de la [Position n° 2009-29](#) de l'AMF relative au dispositif de vérification du niveau de connaissances minimales des acteurs de marché. Telle que rédigée, et contrairement à la question 33, la question 34 fait en effet entrer dans le champ du dispositif des salariés domiciliés dans des pays tiers et concluant des opérations face à des contreparties de pays tiers. Or, ces salariés n'ayant aucun lien avec le marché français et ces opérations échappant à la compétence de l'AMF, il n'est pas pertinent que ceux-ci se conforment au dispositif français de connaissances minimales.

Le sujet a été abordé au Haut comité certificateur de Place qui a indiqué entendre modifier la Position pour prendre en compte cette remarque.

Thiebald Cremers, Clara Le Du

> AGENDA

CCNM - Rencontre adhérents, 12 octobre

Le Pôle social de l'AMAFI organise une rencontre avec les adhérents assujettis à la Convention collective des activités de marchés financiers (CCNM), dans les locaux d'Oddo BHF le 12 octobre prochain, afin de présenter le rôle et les missions de l'Association en matière sociale, ainsi que les enjeux de la représentation patronale et d'échanger sur les besoins des adhérents.

Événement réservé aux seuls adhérents appliquant la CCNM.

🔗 Programme et inscriptions : secretariat@amafi.fr

Alexandra Lemay-Coulon, Jeanne Auriac

WEBINAIRE > DÉBRIEF

6 mois de jurisprudence AMF GIDE – AMAFI, 29 septembre

L'AMAFI et le cabinet d'avocats Gide Loyrette Nouel ont organisé le webinaire semestriel « 6 mois de jurisprudence AMF en 60 minutes » : retour sur les décisions publiées au 1^{er} semestre 2023 par la Commission des sanctions de l'AMF et les juridictions de recours.

Sont intervenus Thiebald Cremers, Directeur juridique de l'AMAFI, ainsi que les avocats Jean-Philippe Pons Henry, Marie Robert-Schmid, Amaury Levenant et Quentin Vreux du cabinet Gide.

Thiebald Cremers, Clara Le Du

FINANCE DURABLE



Nouvelles obligations résultant de la loi Energie Climat

2023 est la première année d'application de l'ensemble des dispositions résultant de l'article 29 de la loi Energie Climat. En vertu de cet article, les prestataires de services d'investissement doivent publier un rapport retraçant leur politique de prise en compte des critères ESG dans la fourniture de services de gestion de portefeuille et de conseil en investissement.

Afin d'aider ses adhérents dans la mise en œuvre de ces nouvelles obligations de transparence, l'AMAFI a centralisé leurs questions et a travaillé, en lien avec l'AMF, à leur apporter des réponses satisfaisantes.

Un document recensant ces questions-réponses est ainsi en cours de rédaction.

Dérivés

Dans la foulée de la réponse que l'Association a faite aux ESAs dans le cadre de leur consultation sur la révision du Règlement délégué de SFDR ([AMAFI / 23-54](#)), contact a été pris avec certaines autorités nationales afin d'échanger sur le traitement des dérivés. L'enjeu est la juste prise en compte des expositions courtes ou longues résultant de l'utilisation de ces instruments financiers mais aussi celui d'une cohérence d'approche déclinée dans l'ensemble de la réglementation finance durable.

Alors que la Plateforme européenne sur la finance durable a repris ses travaux, en particulier sur ce sujet des dérivés, afin d'émettre des recommandations à la Commission européenne en début d'année 2024, il est crucial que les vues puissent converger ou les incompréhensions sur le rôle de ces produits s'éclaircir. L'AMAFI a ainsi pu échanger avec la CONSOB en Italie et l'AMF en France. Une rencontre est également prévue avec la CNMV en Espagne et d'autres sont en cours d'organisation.

Par ailleurs, l'Association a également saisi l'occasion du « *Call for evidence* » de l'ESMA sur les préférences ESG de MiFID II, dont l'objet était notamment de recueillir les problématiques de mise en œuvre de ces mesures, pour exprimer, parmi les difficultés identifiées, celle de l'application aux produits dérivés ([AMAFI / 23-72](#)).

Catherine Balençon, Julie Dugourgeot, Stéphanie Hubert

ACTIVITÉS

Chiffres-clés
du 01/09/2022
au 01/09/2023

28

Réponses à des consultations
publiées ou en cours

33

Notes de position /
de problématique

36

Notes d'information

13

Conférences et événements
AMAFI

Actuellement en vigueur

12

Bonnes pratiques
professionnelles

7

Contrats types

NOUVEL ADHÉRENT

► **Share Financial Assets SAS**, entreprise d'investissement dont l'activité principale est la réception-transmission d'ordres sur actions et ETFs européens et américains. Ses dirigeants sont Benjamin Chemla (Président), François Ruty (Directeur général) et Stanislas Chertok (Directeur général délégué). Son entité sœur, *Shares Digital Assets SAS* est, quant à elle, Prestataire de Services sur Actifs Numériques (PSAN).

EQUIPE

Eric Vacher, Conseiller pour les affaires fiscales de l'AMAFI, a cessé ses activités pour l'Association fin septembre afin de se consacrer à des projets personnels dans le cadre d'un départ à la retraite. Toute l'équipe de l'AMAFI tient à le remercier vivement pour le travail qu'il a accompli depuis 26 années au service de l'Association et de ses adhérents et lui souhaite beaucoup de joie et de succès dans l'accomplissement de ses projets. Avec Eric, c'est une longue page qui se tourne pour l'Association, particulièrement pour son Comité fiscal, comme le montrent les marques de sympathie que ses membres lui ont adressées.

Au terme d'une période de transmission particulièrement riche et appréciée de part et d'autre, **Maguette Diouf**, qui le secondait ces dernières années sur les questions fiscales, devient Responsable des Affaires fiscales à partir du 1^{er} octobre.

Mathilde Le Roy, d'abord juriste puis Chargée de mission Activités de marché, a quitté l'Association début septembre pour rejoindre l'Association de la gestion financière (AFG) en tant que Responsable Droit des marchés financiers.

Lina Jouker, Chargée d'études Finance durable, a quitté l'AMAFI début septembre pour rejoindre l'Institut Louis Bachelier en qualité d'Analyste senior en finance durable.

L'Association les remercie toutes deux pour leur engagement et la qualité de leur travail et leur souhaite plein succès dans leurs nouvelles occupations.

CONTACTS

Jeanne Auriac

01 53 83 00 74 | jauriac@amafi.fr

Catherine Balençon

01 53 83 00 87 | cbalencon@amafi.fr

Philippe Bouyoux

01 53 83 00 84 | pbouyoux@amafi.fr

Thiebold Cremers

01 53 83 00 91 | tcremers@amafi.fr

Maguette 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 81 | jdugourgeot@amafi.fr

Emmanuel de Fournoux

01 53 83 00 78 | edefournoux@amafi.fr

Stéphanie Hubert

01 53 83 00 95 | shubert@amafi.fr

Clara Le Du

01 53 83 00 76 | cledu@amafi.fr

Alexandra Lemay-Coulon

01 53 83 00 71 | alemaycoulon@amafi.fr



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)



Nos vidéos Professeur Spot



Nos vidéos Métiers

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.