

▶ ÉDITO

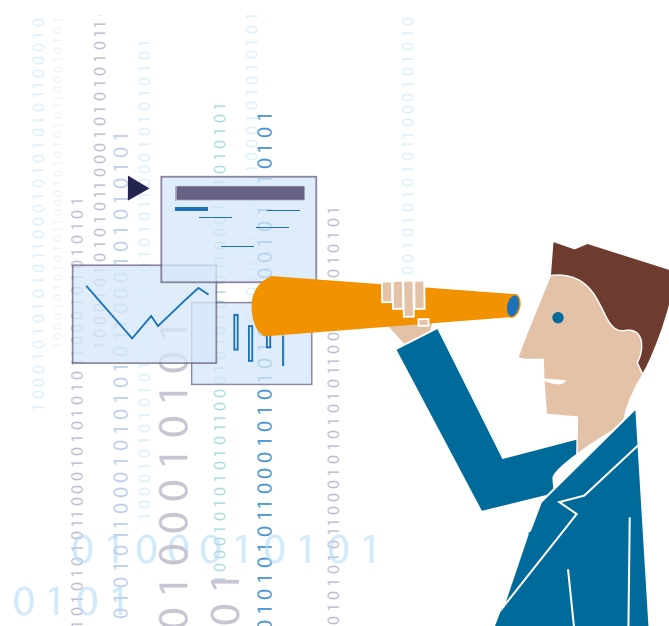
Alors que les entreprises européennes doivent se tourner de plus en plus vers des financements de marché, l'un des défis à relever consiste à favoriser la disponibilité de ces financements. Et cela, à tous les stades de leur développement, afin de les accompagner de leur phase d'amorçage à celle où émergeront les leaders internationaux de demain.

Tel est le sens de l'initiative lancée par le Président de la République lors du *France Digitale Day*, le 17 septembre dernier. Comme l'a souligné Philippe Tibi, professeur de finance à l'École Polytechnique et ancien président de l'AMAFI, dans le rapport rendu au Ministre de l'économie et des finances cet été, l'enjeu est d'être en mesure de financer la quatrième révolution industrielle. Pour cela, il faut disposer du capital et des compétences qui feront que des investisseurs seront présents aux différents stades de croissance des entreprises. Les 5 milliards d'euros annoncés par Emmanuel Macron, essentiellement apportés par des investisseurs privés, constituent la première étape de cet engagement et sont un facteur d'attraction pour que des capitaux et des expertises – étrangers notamment – viennent s'y greffer. À l'horizon 2022, l'objectif est ainsi de mobiliser 20 milliards, dont la moitié en actions cotées.

Mais l'enjeu n'est pas seulement français, il est aussi au niveau de l'Union européenne, et il est rendu plus aigu par la proximité d'un Brexit dur. Diverses réflexions sur la relance de l'Union des Marchés de Capitaux sont en cours, et notamment celle lancée conjointement par l'Allemagne, la France et les Pays-Bas (*voir News p.8*). Pour y apporter sa contribution, l'AMAFI a lancé depuis plusieurs mois des travaux avec le *Center for European Policy Studies* (CEPS). Des propositions concrètes seront ainsi rendues publiques dans quelques semaines.

Bertrand de Saint Mars
Directeur général de l'AMAFI

▶ DOSSIER



EMIR, des dérivés sous haute surveillance

Bruxelles a décidé récemment de réviser le règlement EMIR qui encadre les dérivés. Une simplification saluée par le marché en ce qu'elle allège les règles sans réduire la sécurité.

(Suite page 2)

EMIR, des dérivés sous haute surveillance

 Olivia Dufour

Il en va des krachs financiers comme des maladies. Pour les soigner, il convient de réaliser un diagnostic précis puis de soigneusement choisir et doser la médication. C'est ce qui a été fait après la crise des *subprimes*, notamment à Bruxelles. On a examiné le désastre et constaté qu'il était imputable à un certain nombre de fragilités dans la surveillance et la régulation des activités financières. Parmi ces zones de fragilités figurait le marché dit des dérivés. Il s'agit d'instruments financiers conçus sur la base d'actifs - par exemple des actions, obligations, matières premières, indices - qualifiés de sous-jacents. Ils donnent le droit, dans le cas des options, d'acheter ou de vendre le sous-jacent à un prix défini à l'avance. Les principaux dérivés sont les options, les contrats à terme, les *swaps* et les dérivés de crédit. Les utilisateurs de ces produits, avant les réformes, les échangeaient essentiellement de gré à gré, autrement dit sans passer par un marché réglementé. En principe, ces produits ont pour objet de limiter le risque en permettant par exemple à un industriel de se couvrir contre les variations du cours d'une matière première. Mais ils sont devenus dans les années 2000 l'objet d'opérations de forte spéculation. Or, non seulement ils représen-

taient des volumes financiers phénoménaux, mais en plus ils échappaient largement à la connaissance des superviseurs en raison précisément du fait qu'ils s'échangeaient hors des marchés réglementés. C'est ainsi qu'un pan extrêmement important des échanges de marché s'était développé sans véritable régulation.

Transparence et compensation

C'est fort de ce constat que le G20 lors du sommet de Pittsburgh de septembre 2009 a décidé de réguler le marché des dérivés. Bruxelles a alors proposé un règlement dénommé EMIR pour *European Market and Infrastructure Regulation*. Publié au Journal officiel de l'Union européenne le 27 juillet 2012, ce texte vise à rendre les dérivés plus sûrs et plus transparents. Parmi les nombreuses obligations qu'il instaure, il impose aux différents acteurs des marchés de produits dérivés de déclarer leurs transactions à de nouveaux acteurs dénommés référentiels centraux. Cela permet d'instaurer la transparence. Ensuite, il crée l'obligation de compensation pour les produits standardisés, ce qui a le mérite de réduire le risque systémique en substituant une



L'analyse de... Claire Guillaumot

Adjointe au directeur de la division régulation des marchés | AMF

En tant que régulateur que pensez-vous de la révision d'EMIR ? L'assouplissement observé ne conduit-il pas à une diminution de la sécurité ?

Dans le cadre de son programme *Refit*, la Commission européenne a pour objectif de produire une réglementation affûtée, performante et à moindre coût. Avec EMIR *Refit*, elle a identifié ce qui pouvait être simplifié sans compromettre les objectifs politiques qui avaient présidé à l'adoption du règlement en 2012. Il s'agit davantage d'ajustement que d'assouplissement. La révision consiste à introduire de la proportionnalité dans les obligations imposées aux acteurs et à supprimer les contraintes dont l'usage a montré qu'elles étaient inutiles. Par exemple, les petites contreparties sont désormais

exemptées de l'obligation de compensation centrale dans la mesure où elles ne portent pas de risque systémique. Autre exemple, la révision crée une exemption de déclaration pour les opérations intragroupes impliquant une contrepartie non financière. Cet allègement permet de réduire les coûts sans nuire à la qualité de l'information nécessaire au régulateur. EMIR *Refit* ne prévoit toutefois pas que des allègements : l'ESMA voit son pouvoir de sanction vis-à-vis des référentiels centraux renforcé. Hors circonstances aggravantes, les plafonds des amendes passent de 10 000 ou 20 000 euros selon les cas à 100 000 et 200 000 euros.

L'une des réformes d'EMIR a consisté à allonger le délai dont disposent les fonds de pension pour

contrepartie centrale qui s'interpose entre les parties d'origine, et effectue les règlements avec chacune d'elles par soldes nets. Par ailleurs, concernant les produits non standardisés, EMIR prévoit le recours à un ensemble de techniques d'atténuation des risques opérationnels et de contrepartie, dont les échanges de marges. Pour qu'une réglementation soit parfaitement opérationnelle, autrement dit qu'elle atteigne son objectif tout en n'imposant pas de contraintes inutiles et excessives aux acteurs, il faut observer ses effets en pratique et s'obliger à procéder aux ajustements nécessaires. C'est précisément la mission que confiait l'article 85 du règlement à la Commission européenne. Ainsi, trois ans après la publication d'EMIR, Bruxelles a lancé une consultation sur son application puis, en mai 2017, a publié sur la base des réponses recueillies un projet dénommé EMIR *Refit*. Après 18 mois de négociations, le texte définitif est entré en vigueur le 17 juin dernier.

Systemique or not systemique

« Bruxelles poursuit avec ce texte un double objectif : limiter l'application d'EMIR aux contreparties réellement susceptibles

de présenter un risque systémique d'une part, et, d'autre part, supprimer des contraintes et des coûts inutiles pesant sur les plus petites contreparties » explique Pauline Larroque, avocat chez CMS Francis Lefebvre. En pratique, EMIR *Refit* crée un statut de « Petites Contreparties Financières » qui, parce qu'elles traitent des volumes de dérivés de taille non systémique, sont exemptées de l'obligation de compenser. « Elles doivent néanmoins être en mesure de justifier à tout moment qu'elles ne dépassent pas les seuils rendant la compensation obligatoire, lesquels sont situés selon les produits entre 1 et 3 milliards d'euros », précise Pauline Larroque.

Un autre allègement vise les contreparties non financières, ou NFC. Il s'agit essentiellement des entreprises qui recourent aux dérivés pour se couvrir contre un risque par exemple sur les variations de prix d'une matière première. Auparavant, dès qu'elles dépassaient le seuil imposant de compenser sur une catégorie de dérivés, elles devaient procéder à la compensation de l'ensemble de leurs dérivés. EMIR *Refit* réduit cette obligation de compensation à la ou les catégories ►►

appliquer les nouvelles règles. Or, l'importance des volumes qu'ils manient en fait des acteurs systémiques.

Le système de compensation centrale leur pose des difficultés d'ordre technique, c'est pourquoi ils ont bénéficié d'une exemption temporaire dans EMIR, qui vient d'être prolongée. Le législateur a accordé un nouveau délai dans l'attente d'une solution technique, inexistante aujourd'hui, permettant aux fonds de pension de régler les marges de variation en espèces comme exigé par les chambres de compensation. EMIR *Refit* prévoit un rapport sur les avancées en la matière. S'il est vrai que certains fonds de pension sont des acteurs systémiques, leur utilisation des dérivés répond généralement à des besoins de couverture.

EMIR et les ajustements qui viennent de lui être apportés ont-ils rempli leurs objectifs ?

Il est encore un peu tôt pour juger de l'impact d'EMIR *Refit*. Mais avec EMIR, l'Europe a réellement progressé en

imposant la transparence sur le marché des dérivés grâce à l'obligation de déclaration. Les régulateurs ont accès depuis 2014 au détail des transactions sur les produits dérivés, ce qui améliore la surveillance des risques. L'obligation de compensation centrale a permis de sécuriser davantage le système financier. En ce sens, EMIR a parfaitement rempli ses objectifs. Compte tenu de l'augmentation de l'activité des chambres de compensation et des risques qu'elles concentrent, leur supervision et leur reconnaissance ont aussi fait l'objet d'une révision à travers EMIR 2.2. L'ESMA se voit confier un pouvoir plus important pour renforcer la convergence dans la supervision au sein de l'Union et les exigences applicables aux chambres de pays tiers ont été revues avec des conditions plus strictes en fonction de la taille. Cela pourrait aller, pour celles qui seront jugées trop systémiques pour le système financier de l'Union et sa stabilité, jusqu'au refus de leur reconnaissance. La publication d'EMIR 2.2 est prévue d'ici la fin de l'année.

►► de dérivés qui dépassent les seuils de compensation. De même les NFC dont les positions se trouvent en dessous de tous les seuils de compensation peuvent désormais être dispensées de procéder aux déclarations au référentiel central, lesquelles sont mises à la charge de leurs contreparties. L'une des principales difficultés d'application du règlement concernait les fonds de titrisation et les fonds établis uniquement pour des plans d'actionnariat salarié. Ils conservent, avec EMIR *Refit*, leur statut avantageux de NFC.

Mais EMIR *Refit* ne procède pas uniquement à des allègements. Ainsi, il étend la notion de contrepartie financière concernant les fonds d'investissement alternatifs domiciliés au sein de l'UE à ceux qui sont gérés par des gestionnaires étrangers à l'Union et non plus seulement, comme dans la version d'origine, à ceux gérés par des gestionnaires agréés au sens de la directive AIFM. « *La réglementation mise en place par Bruxelles pour réguler les dérivés est pertinente mais elle est lourde. Les entités assujetties ont dû débloquer d'importants budgets pour se mettre en conformité avec EMIR et certaines obligations imposées par le règlement sont très contraignantes. La simplification était donc très attendue, elle est réussie en ce sens qu'elle allège les obligations inutiles sans pour autant renoncer à ses objectifs de sécurité* » analyse Pauline Larroque. Dans les établissements, on salue également les progrès accomplis par EMIR *Refit*. Et en particulier la méthode. « *Ce règlement a réellement apporté de la sécurité dans les dérivés* », confirme Philippe de Soumagnat, *Global Markets Strategy & Risk* de BNP Paribas. « *Le Refit qui consiste à conserver les principes du texte initial pour ne modifier qu'à la marge est une bonne méthode car cela n'affecte pas les piliers réglementaires autour desquels les établissements bâtissent leur activité* ». Si les simplifications sont jugées

pertinentes, il reste toutefois des points de discussion. « *Nous expliquons depuis le début que le reporting imposé à chaque contrepartie aboutit à une double déclaration parfaitement inutile mais nous n'avons pas été entendus* » regrette celui-ci. Les professionnels de marché attendent surtout des précisions au titre des mesures dites de niveau 2 par exemple sur le niveau de détail que les établissements



Publié
le 27 juillet 2012,
le règlement EMIR
visé à rendre
les dérivés plus sûrs et
plus transparents



vont devoir donner concernant le coût et les conditions des services de compensation. Ils espèrent qu'on ne va pas leur imposer un niveau de détail excessif. De même, ils réclament un alignement du traitement de certains instruments – dérivés sur action notamment – afin qu'ils soient exemptés de marge en Europe comme ils le sont aux Etats-Unis.

ACTIFS NUMÉRIQUES

Réflexions pour un encadrement adapté



En août dernier, l'AMAFI a participé (AMAFI / 19-81) à la consultation de l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (OICV) relative aux plateformes d'échange d'actifs numériques (CTPs).

À mesure que se développent les écosystèmes autour des registres électroniques partagés (*Distributed Ledger Technologies*), les actifs numériques et les activités qui y sont rattachées retiennent l'attention croissante des régulateurs. Dans son rapport intitulé « *Issues, Risks and Regulatory Considerations Relating to Crypto-Asset Trading Platforms (CTPs)* », l'OICV en énumère les principaux enjeux : l'accès à ces plateformes, la conservation des actifs des participants, la gestion des conflits d'intérêts, les opérations menées par les plateformes, l'intégrité du marché, les mécanismes de détermination des prix ou encore les questions technologiques. Le rapport analyse également dans quelle mesure les principes et la méthodologie de l'OICV sont applicables à ces activités afin de fournir aux autorités confrontées au développement de ces écosystèmes, des éléments d'appréciation sur les enjeux et les risques qu'ils induisent.

Au titre de ses observations, l'AMAFI a notamment souligné que les CTPs partagent avec les plateformes de négociations traditionnelles bon nombre d'enjeux liés à la réglementation. Cependant, considérant le caractère novateur des technologies permettant de transférer les valeurs numériques (*blockchains*) et la nature des actifs eux-mêmes, les activités des CTPs restent suffisamment spécifiques pour rendre inapplicables certaines obligations imposées aux plateformes traditionnelles. Les cadres réglementaires à venir devront donc prendre en considération ces différences. L'enjeu est de permettre l'essor des projets innovants tout en assurant une protection efficace des investisseurs et des utilisateurs finaux. Il apparaît toutefois nécessaire au préalable d'étudier de près des activités encore à un stade de développement précoce. Une certaine maturité des CTPs, des volumes de transactions plus importants et la mise en œuvre d'un dialogue constructif entre les acteurs traditionnels et ceux qui opèrent déjà sur les marchés des actifs numériques sont ainsi des éléments clés dans la construction de cadres adaptés.

Thomas Cuvelier, Emmanuel de Fournoux

BREXIT

Mesures de préparation prises par les États membres

L'état des lieux des mesures mises en place par les États membres dans la perspective d'un Brexit dur, initialement publié par l'AMAFI en mars 2019 (AMAFI / 19-32) a été mis à jour et complété (AMAFI / 19-77). La note détaille ainsi les initiatives prises par 11 autres États membres et met en lumière la singularité de la France dans l'approche retenue. On remarquera en effet qu'une majorité de pays a privilégié un régime transitoire au bénéfice du Royaume-Uni.

Parmi les derniers exemples, l'Allemagne a ainsi prévu une exemption relative à la négociation pour compte propre et permet en outre à la BaFin d'autoriser les établissements britanniques exerçant une activité en Allemagne par le biais d'une succursale ou en libre prestation de services de poursuivre leurs activités (existantes seulement) sans exigence d'agrément ni de notification. L'Espagne assure, quant à elle, la continuité des contrats en cours ainsi qu'un régime d'autorisation temporaire permettant aux établissements britanniques de résilier ou transférer ces contrats de manière ordonnée ou de solliciter un agrément local. Enfin, aux Pays-Bas, le régime spécifique, jusqu'ici applicable uniquement aux entreprises d'investissement basées en Australie, aux États-Unis et en Suisse, est étendu aux établissements britanniques qui pourront donc sans exigence d'agrément fournir des services d'investissement à des clients professionnels ou des contreparties éligibles d'une part et exercer l'activité de négociation pour compte propre d'autre part.

Contrats soumis à la compétence des juridictions anglaises

Parmi les nombreuses conséquences d'un Brexit dur figure en bonne place le sort des contentieux relatifs à des contrats soumis à la compétence des juridictions anglaises. En ce cas en effet, tout jugement français ou britannique devra alors faire l'objet d'une procédure d'*exequatur* pour pouvoir être exécuté sur l'un ou l'autre territoire.

À cette difficulté certaine s'ajoute un aspect parfois méconnu mais sans lien avec le Brexit sur lequel l'AMAFI a récemment estimé nécessaire d'attirer l'attention de ses adhérents : le régime britannique d'administration de la preuve, dit de *disclosure*, fondement de la justice « cartes sur table ». Le régime est complexe et à compartiments multiples mais repose généralement sur l'obligation des parties de communiquer toutes les pièces qui leur sont favorables mais également celles qui le sont à la partie adverse, et qui ne soutiennent donc pas leurs prétentions. L'obligation de diffusion peut ainsi concerner un nombre important de documents quel que soit leur support, y compris en englobant des données supprimées, des documents connexes, voire en atteignant des tiers.

C'est ainsi que les acteurs dont les contrats relèvent de la compétence des juridictions britanniques, doivent veiller à mettre en place des politiques de conservation des documents qui prennent suffisamment en compte les subtilités et exceptions de l'obligation de *disclosure*. Si traditionnellement, la justice « cartes sur table » a pu attirer les parties vers les juridictions britanniques, ses bénéficiaires sont aujourd'hui largement éclipsés par les coûts qu'elle implique. À tel point qu'après celle de 2013, une nouvelle réforme est en cours de réflexion au Royaume-Uni.

L'AMAFI, qui participe aux travaux du Haut Comité Juridique de Place relatifs au recours à l'arbitrage en matière financière, a par ailleurs produit une étude sur le régime de *disclosure* qui viendra nourrir le rapport à venir.

Claire Boiget

EUROFI

Helsinki, 11-13 septembre 2019



Dans le cadre du Forum Eurofi qui s'est tenu à Helsinki, du 11 au 13 septembre 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, et les responsables services financiers de l'Allemagne, la Croatie, le Danemark, l'Irlande, le Luxembourg et les Pays-Bas.

Les échanges ont porté sur deux sujets prioritaires pour l'Association : la relance de l'UMC (AMAFI / 19-88) et la révision de MIF 2 (AMAFI / 19-85) notamment en ce qui concerne la protection des investisseurs, les coûts des données de marché (AMAFI / 19-87), la territorialité (AMAFI / 19-86) et le financement de la recherche. La délégation a également souligné à nouveau l'importance d'assurer un accès continu aux infrastructures britanniques de post-marché, chambres de compensation en tête, en pointant du doigt la fin de l'équivalence temporaire dont bénéficient ces dernières jusqu'au 30 mars 2020 et la nécessité d'articuler le dispositif avec la prochaine mise en œuvre d'EMIR 2.2.

Arnaud Eard

MIF 2

Coûts et charges

L'AMAFI a mis à jour son Guide de mise en œuvre des obligations d'information sur les coûts et charges (AMAFI / 19-73) afin notamment de rappeler, à nouveau, les enjeux liés à l'utilisation des grilles tarifaires, y compris avec des fourchettes ou taux maximum. Mais l'objectif a été aussi d'apporter des clarifications rendues nécessaires par les dernières publications d'ESMA. La nouvelle version du Guide a été publiée à la suite de discussions avec les services de l'AMF et a été traduite en anglais.

Par ailleurs, l'ESMA a publié le 17 juillet dernier un *Call for evidence* afin de recueillir les problématiques rencontrées par les différentes parties prenantes lors de la mise en œuvre des obligations MIF 2 d'information sur les coûts et charges. L'AMAFI a souligné (AMAFI / 19-83) l'importance de revoir ces obligations de manière globale afin de les simplifier et de mieux prendre en compte le principe de proportionnalité. Elle propose ainsi d'alléger significativement les obligations d'information pour les contreparties éligibles et les clients professionnels, de rendre plus cohérentes les obligations issues du dispositif PRIIPs avec celles de MIF 2 et de supprimer l'obligation de communiquer aux clients une illustration de l'impact des coûts sur le rendement.

MIF 2 Refit

La mise en œuvre de MIF 2 depuis plus de 18 mois a révélé certaines lourdeurs et dysfonctionnements d'un dispositif conçu dans une perspective extrêmement ambitieuse qui a contraint les acteurs de marché à fournir des efforts d'adaptation particulièrement intenses. Il s'agit donc désormais de revoir ce dispositif pour en éliminer les scories qui nuisent au bon financement de l'économie européenne ou la compétitivité du secteur financier européen dans un contexte de concurrence internationale accrue. Un document synthétisant les réflexions et propositions de l'AMAFI sur cette thématique est actuellement en cours de finalisation.

Parmi les nombreux sujets traités dans ce cadre, on peut noter des demandes de clarification et de simplification en matière de Gouvernance des produits et d'information sur les coûts et frais. L'un des enjeux est notamment de réintroduire plus de proportionnalité en fonction des instruments financiers et de la catégorie des clients et en particulier, d'alléger significativement les modalités d'information pour le *wholesale*.

On peut aussi relever les problématiques de territorialité qui se révéleront post-Brexit si, comme il est probable, divergent les obligations de négociation sur les actions et les dérivés prévues par la loi britannique d'une part, par MIF 2 d'autre part. Le conflit de loi qui en résultera pour les succursales des établissements de l'Union à 27 impacterait alors directement leur compétitivité sans bénéfice aucun en termes de protection des investisseurs ou d'intégrité des marchés (AMAFI / 19-86).

Arnaud Eard, Emmanuel de Fournoux, Blandine Julé, Pauline Laurent

PROSPECTUS

Mise en œuvre du PR3

L'AMAFI suit avec attention la mise en œuvre du Règlement Prospectus (dit PR3) entré pleinement en vigueur le 21 juillet dernier. Passé initialement inaperçue puisqu'introduite en phase finale des négociations en trilogie, sans consultation, l'article 23(3) représente un défi difficile à résoudre pour les établissements.

Cette disposition impose en effet aux intermédiaires auprès de qui des titres ont été souscrits de « *prendre contact* » avec les investisseurs le jour même en cas de publication d'un supplément au prospectus initial. L'objectif est certainement louable : permettre à ceux-ci d'exercer leur droit de rétractation. En pratique toutefois, en l'absence de source d'information centralisée, et dans la mesure où un *monitoring* manuel n'est pas envisageable, le développement d'un système automatisé serait la seule solution possible. Pour autant, cette solution ne semble pas viable tant en termes de coûts que de délais nécessaires à sa réalisation.

La France n'est pas la seule concernée, c'est toute l'industrie européenne qui s'en émeut et notamment l'Allemagne et l'Italie. L'AMAFI a souligné auprès de l'AMF ces difficultés et le caractère disproportionné d'une mise en conformité afin que ces points puissent être remontés auprès de l'ESMA. Elle recherche actuellement des solutions alternatives afin d'être en mesure de formuler des propositions.

Claire Boiget, Mathilde Le Roy

DONNÉES DE MARCHÉ

Coût des données

L'augmentation constante du coût des données de marché pour les entreprises d'investissement constitue une préoccupation majeure pour les adhérents de l'AMAFI. C'est pourquoi a été constitué, sous l'égide du Conseil, un groupe de travail chargé d'examiner les causes et de faire des propositions aux autorités compétentes. C'est dans ce cadre qu'a notamment été élaborée la réponse (AMAFI / 19-84) à la consultation de l'ESMA sur les coûts des données pré et post-négociation à la suite de l'entrée en application de MIF 2.

L'Association y fait notamment valoir que les dispositions de MIF 2 prises afin de réduire les coûts des données de transparence pré et post-négociation (mise à disposition séparée de chaque type de données, vente des données sur une base commerciale raisonnable – *reasonable commercial basis ou RCB* –, mise à disposition gratuite après quinze minutes) n'ont pas donné les résultats escomptés. Plusieurs facteurs expliquent ce constat, notamment :

- ▶ Grilles tarifaires de plus en plus complexes au travers d'une segmentation toujours plus fine des données accessibles.
- ▶ Cadres contractuels également de plus en plus complexes et donc difficiles à respecter.
- ▶ Procédures d'audit imposées, que cette complexité croissante rend de plus en plus coûteuses.
- ▶ Données qui, pour certaines, sont incontournables car leur producteur est unique.

Pour autant, les revenus que tirent la plupart des opérateurs de marché sont stables ou n'ont augmenté que dans de faibles proportions. Cet effet paradoxal semble trouver sa source dans les importants programmes d'optimisation mis en œuvre par les acteurs de marché pour réduire leurs coûts globaux en la matière. Par ailleurs, alors que le cadre défini par MIF 2 ne s'applique qu'aux entités entrant dans son champ, la chaîne de valeur produisant les données de marché dépend non seulement des plateformes de négociation, mais aussi de fournisseurs de données hors du cadre réglementaire MIF 2.

Le concept RCB s'étant avéré jusqu'à présent difficile à contrôler, tant pour l'industrie que pour les autorités, l'AMAFI estime que l'objectif prioritaire est de rendre les exigences de transparence plus efficaces. À cette fin il est indispensable de simplifier, d'harmoniser et de rendre comparable les tarifs, les contrats, les procédures d'audit ainsi que les définitions. Pour cela, il appartient en premier lieu aux plateformes de négociation, en relation avec leurs utilisateurs, de mettre en place un ensemble de bonnes pratiques. Ce n'est qu'à défaut de résultats de cette démarche dans un délai raisonnable que l'ESMA devrait imposer des mesures harmonisant les pratiques.

Le constat de l'envol des coûts des données de marché n'est pas seulement européen mais mondial. C'est pourquoi, l'*International Council of Securities Associations (ICSA)* a constitué un groupe de travail auquel l'AMAFI participe. Dans ce cadre, ICSA organise un forum sur le coût des données de marché dans les locaux de la Commission Européenne le 7 novembre prochain (Programme disponible sur amafi.fr).

Emmanuel de Fournoux, Mehdi Ounjema

UMC

Next CMU High Level Group

Le *Next CMU High Level Group*, mis en place mi-mai, est la résultante d'une initiative conjointe des Ministres des finances allemand, français et néerlandais en vue de formuler des propositions devant permettre d'approfondir l'Union des Marchés de capitaux et répondre aux nouveaux défis auxquels fait face l'Union européenne, notamment en termes de transition écologique ou de conséquences liées au fait qu'avec le Brexit, l'Europe perdra ce qui est aujourd'hui son principal centre financier. Aux trois experts initialement nommés se sont adjoints ceux désignés par l'Espagne, l'Italie, la Pologne et la Suède. Après un rapport intermédiaire publié fin juillet, un rapport final doit être présenté très prochainement.

Dans ce cadre, l'AMAFI, représentée par Stéphane Giordano et Bertrand de Saint Mars, a rencontré Fabrice Demarigny, expert désigné par la France, pour lui faire part de ses réflexions, naturellement empreintes des travaux qu'elle mène en ce domaine avec le CEPS et dont les premières orientations ont été présentées dans le cadre d'Eurofi (AMAFI / 19-88).

Bertrand de Saint Mars

PRIIPs

Révision du dispositif

L'AMAFI a participé les 15 et 16 juillet dernier à l'atelier organisé par les ESAs (Autorités européennes de supervision) sur le chantier de révision du dispositif PRIIPs. À cette occasion, elle a réitéré ses positions en la matière (AMAFI / 19-54).

L'Association a par ailleurs interagi depuis juillet avec des représentants des ESAs, de l'AMF et d'autres associations professionnelles sur les pistes désormais envisagées pour modifier les scénarios de performance et la présentation des coûts dans les documents d'information clés (KIDs). Les ESAs devraient publier début octobre 2019 le papier de consultation qui contiendra in fine leurs propositions d'amendements au règlement délégué.

Pauline Laurent, Blandine Julé

MARCHÉS DÉRIVÉS

Obligation de négociation

Le règlement MIF (MiFIR), entré en application en janvier 2018, prévoit que certains dérivés doivent être négociés sur des plateformes de négociation de l'Union ou d'un pays tiers équivalent : c'est la DTO (*Derivative Trading Obligation*). Cette disposition n'a vocation à s'appliquer que si deux conditions cumulatives sont remplies : d'une part, les parties au contrat sont des contreparties financières (FC) ou certaines contreparties non-financières (NFC+) au sens d'EMIR et, d'autre part, les dérivés en cause sont soumis à l'obligation de compensation centrale issue d'EMIR tout en étant jugés suffisamment liquides par ESMA.

EMIR *Refit* dont les ajustements au règlement EMIR d'origine produisent progressivement leurs effets depuis juin 2019, a modifié les critères d'application de l'obligation de compensation (*cf. dossier p. 2*). Ainsi, auparavant, les FC et NFC+ y étaient nécessairement soumises, ce qui n'est désormais plus le cas, des critères de volume ayant été introduits (AMAFI / 19-48).

Claire Boiget

FINANCEMENT SUR TITRES

Transparence des opérations

À compter du 14 avril 2020, les contreparties aux opérations de financement sur titres (OFT) devront déclarer à un référentiel central les éléments de toute opération qu'elles ont conclues, ainsi que toute modification ou cessation de celles-ci (règlement SFTR). Cette déclaration devra être effectuée au plus tard un jour après la survenance de l'évènement.

Une OFT est une opération de pension, un prêt de titres ou de matières premières, un emprunt de titres ou de matières premières, une opération d'achat-revente ou une opération de vente-rachat, ou encore une opération de prêt avec appel de marge. Le mécanisme prévu par le règlement comporte plus d'une centaine d'informations à déclarer, et a ceci de particulier que plus de cinquante champs renseignés par chacun des déclarants doivent contenir des informations strictement identiques. Dans le cas contraire, les référentiels centraux rejettent les déclarations. Les traitements de « *middle office* » de ces opérations étant aujourd'hui peu développés, le défi technologique et opérationnel à relever par les établissements assujettis est donc particulièrement important.

C'est pourquoi, l'AMAFI a constitué, au printemps 2019, un Groupe SFTR afin que les établissements puissent échanger sur les conditions techniques de mise en œuvre de cette obligation de déclaration. Le Groupe a notamment contribué à la réponse de l'AMAFI (AMAFI / 19-80) à la consultation de l'ESMA portant sur un projet d'orientations sur les déclarations en vertu des articles 4 et 12 de SFTR. Pour l'Association, il est essentiel, au moins dans un premier temps et en attendant que des bonnes pratiques de marché se développent, de desserrer les contraintes du mécanisme en réduisant drastiquement le nombre de champs devant faire l'objet d'une déclaration identique, sans possibilité d'écart, par chacune des contreparties. Faute de quoi, les entités déclarantes, les référentiels centraux et les superviseurs devront faire face à un nombre de rejets considérables de nature à perturber le bon fonctionnement des marchés concernés.

Emmanuel de Fournoux

FONCTION CONFORMITÉ

Guidelines ESMA

L'ESMA a lancé le 15 juillet dernier une consultation sur son projet d'Orientations sur la fonction Conformité à l'aune de MIF 2. L'AMAFI entend soutenir la plupart des propositions ainsi formulées, notamment s'agissant de l'importance de la culture conformité dans les entités, l'implication des organes de direction et le fait de donner à cette fonction les moyens nécessaires pour réaliser des missions dont l'étendue n'a cessé de croître. Néanmoins, l'Association insiste aussi sur l'importance du principe de proportionnalité et attire l'attention sur la nécessité d'éviter toute précision trop prescriptive : il s'agit de laisser aux établissements suffisamment de flexibilité pour décider des organisations les plus pertinentes en fonction de leur situation propre, y compris sur les missions dévolues à la fonction Conformité.

Pauline Laurent, Blandine Julé

AMF

Régime des contributions financières

La loi de finances pour 2019 a modifié le régime des contributions financières dues à l'AMF par les personnes soumises à son contrôle. Il s'est notamment agi d'unifier le poids de la contribution due par certains intervenants de marché tout en assujettissant également les succursales d'entités étrangères établies en France. Toutefois, pour certains acteurs, cette modification a entraîné un alourdissement très significatif et inattendu du montant de leur contribution.

Réinstaurer une proportionnalité des contributions au bénéfice des acteurs n'exerçant qu'un ou deux services d'investissement est ainsi un objectif pour l'AMAFI. Ce résultat supposant toutefois une modification légale par la voie d'une loi de finances, une première étape a consisté mi-juin à demander à l'AMF un étalement de la contribution 2019 au profit des acteurs qui en faisaient la demande. Aujourd'hui, sur la base de propositions qui concernent non seulement cet aspect, mais aussi les modalités du plafonnement des ressources et des emplois qui s'appliquent à l'Autorité (AMAFI / 19-74), des actions sont en cours afin que cette préoccupation soit prise en compte dans le projet de loi de finances 2020 que discutera prochainement le Parlement.

Bertrand de Saint Mars

CONFORMITÉ

Cartographie des risques de non-conformité

À la demande de son Comité Conformité, l'AMAFI a lancé des travaux sur la cartographie des risques de non-conformité. À la suite de plusieurs réunions de travail qui se sont tenues au 1^{er} semestre 2019, l'Association vient de publier une note rendant compte de ces échanges. Il s'agit de fournir aux adhérents des éléments d'appréciation sur les méthodologies utilisables et de proposer un exemple de présentation d'une cartographie des risques de non-conformité appliquée aux activités de services d'investissement (AMAFI / 19-90).

Pauline Laurent

SÉCURITÉ FINANCIÈRE

Lignes directrices marchés LCB-FT

Dans le prolongement des travaux qu'elle mène depuis plusieurs mois (v. l'Info Amafi n° 138), l'AMAFI a transmis début juillet aux services de l'ACPR la version finale (AMAFI / 19-65) de ses propositions de lignes directrices dédiées aux marchés financiers et aux activités de financement. Ce document traite notamment des problématiques de qualification des éventuelles relations d'affaires concernant certaines activités de marché et de financement, de mise en œuvre du dispositif LCB-FT dans le cadre de la commercialisation des instruments financiers et de détection des opérations suspectes. Des discussions avec les services de l'Autorité devraient s'engager très prochainement.

Blandine Julé

FISCALITÉ

DAC 6

Afin de faciliter la mise en œuvre par ses adhérents de la directive DAC 6 instituant de nouvelles obligations déclaratives pour les « dispositifs transfrontaliers potentiels agressifs » sur le plan fiscal, l'AMAFI a constitué un groupe de travail afin de fournir une grille de lecture des nouvelles obligations et d'identifier les problématiques propres aux acteurs de marché.

En vue de son adoption d'ici le 23 octobre prochain, l'ordonnance de transposition en droit français a fait l'objet des consultations obligatoires (Conseil d'État, CCLRF, ...) cet été. Globalement, il s'agit d'une transposition purement technique de la directive, sans donner de véritables précisions sur ses concepts clefs, pourtant difficiles à appréhender d'un point de vue opérationnel. Mais les observations qui avaient été présentées en mars dernier par les organisations professionnelles, notamment l'AMAFI, se trouvent en grande partie prises en compte et les précisions apportées sur les pénalités (plafonnées à 100 000 € par an et non-applicables aux déclarations annuelles des dispositifs déjà en place) constituent une nouveauté appréciable.

Toutefois, pour que ce nouveau dispositif déclaratif soit opérationnel alors qu'il comporte à ce jour beaucoup d'incertitudes d'interprétation, il est essentiel de poursuivre la concertation entre la Direction générale des finances publiques et les représentants des opérateurs, notamment sur le projet d'instruction fiscale (BOFiP). Des transpositions différentes au niveau national pouvant induire de forts enjeux de compétitivité, il est important de disposer au plus vite d'une visibilité sur l'ensemble du dispositif français (ordonnance, décret, BOFiP, rescrits, interprétations formelles de l'administration, ...). Dans ce contexte, le Groupe DAC 6 de l'Association poursuit ses travaux en coordination avec ceux des autres organisations professionnelles du secteur financier.

Eric Vacher

ACTIVITÉS

Chiffres-clés
du 01/09/2018
au 01/09/2019

38

Réponses à des consultations
publiées ou en cours

35

Notes de position /
de problématique

35

Notes d'information

18

Conférences et événements
AMAFI

4

Normes professionnelles
existantes

3

Bonnes pratiques
professionnelles existantes

NOUVEAUX ADHÉRENTS

- ▶ **Aquis Exchange Europe**, entreprise d'investissement exploitant un Système Multilatéral de Négociation (SMN). Ses dirigeants sont Graham Dick (CEO) et François Perrot (COO).
- ▶ **Banque Richelieu France**, établissement de crédit offrant tous services d'investissement à l'exception de l'exploitation d'un SMN et d'un Système Organisé de Négociation (SON) et de la négociation pour compte propre. Ses dirigeants sont Jean Danckaert (Président) et Raffaele Serafino (Directeur Général Adjoint).
- ▶ **Dentons Europe AARPI**, cabinet d'avocats couvrant tous les grands domaines du droit financier et du droit des affaires. Sa *Managing Partner* est Séverine Hotellier (Responsable de la pratique Assurance de Dentons Paris et Europe).
- ▶ **MUFG Securities (Europe) NV**, entreprise d'investissement offrant les services d'exécution d'ordres, prise ferme, placement garanti et non garanti. Ses dirigeants sont Arthur Maycock (CEO) et Jeffrey Simmons (*Chief Risk Officer*).
- ▶ **TP ICAP (Europe) SA**, entreprise d'investissement offrant des services de réception-transmission d'ordres, exécution d'ordres, négociation pour compte propre, placement non garanti, et exploitant un SMN (MTF) et un SON (OTF). Ses dirigeants sont Frederick Vogels (CEO), Alan Kelly (CFO) et Lucy Mayhew (COO).
- ▶ **Wells Fargo Securities Europe SA**, entreprise d'investissement, offrant des services de réception-transmission et exécution d'ordres, négociation pour compte propre, conseil en investissement, prise ferme, placement garanti et non garanti. Ses dirigeants sont Alicia Reyes (Directeur Général) Daniel Wrobel (Directeur Général Délégué) et Walter Trichès (Directeur Général Délégué).

ÉQUIPE

Mathilde Le Roy a rejoint l'AMAFI en août 2019 en qualité de Chargée d'études - Affaires juridiques. Après avoir obtenu sa licence et son Master 1 en Droit des affaires à l'Université de Versailles, Mathilde s'est dirigée vers le droit bancaire et financier dans le cadre de son Master 2 à l'Université de Paris 1 Panthéon - Sorbonne. Sa dernière année d'études a été l'occasion d'effectuer deux stages auprès des équipes *Regulatory* Bancaire et Financier de BNP Paribas.

CONTACTS

Claire Boiget

01 53 83 00 91 | cboiget@amafi.fr

Philippe Bouyoux

01 53 83 00 84 | pbouyoux@amafi.fr

Thomas Cuvelier

01 53 83 00 86 | tcuvelier@amafi.fr

Arnaud Eard

01 53 83 00 75 | aeard@amafi.fr

Emmanuel de Fournoux

01 53 83 00 78 | edefournoux@amafi.fr

Blandine Julé

01 53 83 00 81 | bjule@amafi.fr

Pauline Laurent

01 53 83 00 87 | plaurent@amafi.fr

Alexandra Lemay-Coulon

01 53 83 00 71 | alemaycoulon@amafi.fr

Mathilde Le Roy

01 53 83 00 76 | mleroy@amafi.fr

Mehdi Ounjema

01 53 83 00 73 | mounjema@amafi.fr

Bertrand de Saint Mars

01 53 83 00 95 | bdesaintmars@amafi.fr

Éric Vacher

01 53 83 00 82 | evacher@amafi.fr



ASSOCIATION
FRANÇAISE
DES MARCHÉS
FINANCIERS



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