

EDITO *La liquidité de marché, distincte de la liquidité monétaire, est un enjeu important du bon fonctionnement des marchés. Sans liquidité raisonnablement stable et durable, c'est le processus de détermination des prix que permet le marché qui se trouve affaibli, et avec lui la valorisation de nombreux actifs ainsi que, plus généralement, la capacité des entreprises à lever des financements ou à couvrir leurs risques au meilleur coût.*

Ces derniers mois, plusieurs signaux, d'intensité variable mais dont la répétition inquiète, font que l'attention à cette problématique s'est progressivement renforcée au sein des participants et régulateurs de marché, comme des superviseurs prudentiels et banques centrales. Le risque est en effet que les crises de liquidité, dont les effets jusqu'ici sont restés passagers malgré leur aggravation, puissent désormais se transformer plus facilement et plus rapidement en crises majeures.

L'AMAFI a donc souhaité, avec sa technicité et la familiarité de ses membres avec la réalité des marchés, apporter sa contribution aux débats en cours, dans un contexte où le rôle du marché dans le financement de l'économie ne fait qu'augmenter en Europe. L'étude qu'elle a rendue publique début novembre (AMAFI / 15-48, voir News p 6) présente ainsi les éléments de constat qui caractérisent un effet de ciseau par lequel la demande de liquidité s'accroît tandis que l'offre de liquidité est en baisse très notable. Face à cela, l'Association dégage plusieurs pistes de solution qui lui paraissent devoir être explorées, allant de la technique prudentielle aux normes comptables et à la question de l'investissement à long terme.

Plus généralement, elle souhaite intensifier le débat en cours et conduire à la prise en compte bien plus systématique dans la réglementation de l'enjeu que représente la liquidité dans le fonctionnement des marchés.

Pierre de Lauzun

Délégué général de l'AMAFI

DOSSIER

LA FINANCE DURABLE S'IMPOSE



L'investissement socialement responsable (ISR), qui s'inscrit dans le long terme et exige le respect de certaines valeurs, gagne du terrain et mobilise désormais tous les acteurs de la finance.

SOMMAIRE

DOSSIER	P 2-3
NEWS / INTERNATIONAL - EUROPE - FRANCE	P 4-7
FISCALITÉ	P 7
ZOOM AMAFI	P 8

LA FINANCE DURABLE S'IMPOSE

Le 28 septembre, le ministre de l'économie Michel Sapin a lancé le premier label public dédié à l'ISR. Il va permettre au grand public d'identifier les fonds tournés vers l'investissement durable. Evidemment, l'événement n'est pas sans lien avec la Conférence des Nations Unies sur le changement climatique (COP 21) qui se déroule du 30 novembre au 11 décembre à Paris. Son objectif ? Il s'agit de signer le premier accord universel sur le climat pour fonder la politique du 21^{ème} siècle, et en particulier limiter le réchauffement à deux degrés au lieu des quatre vers lesquels on se dirige. Un enjeu dans lequel la finance peut jouer un rôle capital.

Il se trouve en effet que celle-ci s'est engagée depuis le début des années 2000 dans une démarche d'investissement socialement responsable (ISR) définie par l'AFG (Association Française de Gestion) et le FIR (Forum pour l'Investissement Responsable) comme : « *un placement qui vise à concilier performance économique et impact social et environnemental en finançant les entreprises et les entités publiques qui contribuent au développement durable quel que soit leur secteur d'activité. En influençant la gouvernance et le comportement des acteurs, l'ISR favorise une économie responsable* ».

En réalité, les origines de cette démarche remonteraient au mouvement quaker qui au 18^{ème} siècle luttait contre l'esclavage. C'est en 1973 que naît le premier fonds ISR lancé par des pasteurs contre l'armement. Mais c'est vraiment à partir des années 2000 que le mouvement prend son essor. En 2006, les principes pour un investissement responsable sont consacrés par l'ONU. Puis l'ISR connaît

une brusque accélération quand la crise des *subprimes* en 2008 secoue les consciences. Peu ou prou, tous les acteurs financiers (assurances, fonds d'investissement, sociétés de gestion, banques etc.) commencent à développer un intérêt pour les données extra-financières des entreprises dans lesquelles ils investissent, car ils ont compris que cela participait à la valeur des entreprises, mais aussi qu'un accident comme l'effondrement d'une usine sur ses salariés ou encore une marée noire pouvait s'avérer destructeur de valeur. Il s'agit aussi de répondre à la pression du grand public. Les initiatives pour répondre à cette demande nouvelle de bonne gouvernance, de respect de l'environnement, d'éthique jaillissent dans tous les sens. Selon Novethic, média dédié à l'ISR, la première évaluation mondiale de l'ISR en 2013 évoquait la somme colossale de 13.600 milliards de dollars.

Plusieurs méthodes d'évaluation

Pour investir dans des sociétés responsables, encore faut-il procéder à des analyses, des évaluations, donner des notes... A défaut de norme mondiale en la matière, chacun y va donc de sa grille de critères. Plusieurs méthodes sont possibles. Novethic en distingue six : la sélection ESG qui distingue les émetteurs ayant les meilleures pratiques en matière Environnementale, Sociale et de Gouvernance (*best in class*) ; les exclusions normatives qui excluent les entreprises ne respectant pas les règles internationales par exemple sur le travail des enfants ; les exclusions sectorielles (alcool, armement etc.) ; les

fonds thématiques (par exemple spécialisés en énergies renouvelables) ; l'engagement actionnarial qui consiste à prendre position sur des sujets ESG et exiger des entreprises qu'elles améliorent leurs pratiques, et enfin les fonds éthiques. Les analyses de données extra-financières sont fournies par des agences de notation, mais les banques et les sociétés de gestion disposent également de leurs propres équipes.

En France, à fin 2014, ce type d'investissement représentait 580 milliards d'euros soit 20% des actifs sous gestion. Très engagé dans l'ISR, Amundi gère près de 1.000 milliards d'euros. « *Un tel volume nous confère des responsabilités, c'est pourquoi la direction a décidé d'intégrer la filiale dédiée à l'ISR il y a 5 ans lors de la création d'Amundi* » raconte Thierry Bogaty, directeur d'Amundi Expertise ISR. La société de gestion a une équipe dédiée de 20 personnes dont 10 analystes ESG. Amundi développe sa propre méthode de notation et évalue 4.500 sociétés dans le monde. « *Nous avons choisi la méthode best in class fondée sur 37 critères dont des génériques, par exemple le respect du droit syndical, et des critères sectoriels comme la voiture propre, l'accès au médicament, le lobbying transparent*, explique Thierry Bogaty. *Nous utilisons les données extra-financières fournies par 5 agences de notation, mais nous procédons également à nos propres choix éthiques* ». Amundi n'exclut par principe ni les armes, ni le tabac, ni les pétroliers, mais pose des exigences pour noter ces industries. « *Désormais, l'intérêt général rejoint l'intérêt financier, c'est cela, la révolution qui est en train de s'opérer* » confie Thierry Bogaty.



Euronext et le France 20

Face à l'intérêt des investisseurs professionnels, Euronext a créé en 2013 avec Vigeo, leader européen de la notation extra-financière, son indice ESG ou plutôt ses indices car ils fonctionnent par zone géographique : France, Benelux, Royaume-Uni, Etats-Unis et World. « Le France 20 rassemble les 20 entreprises françaises qui répondent le mieux aux 3 critères ESG et 38 sous-critères définis pour effectuer l'évaluation. L'indice ne comprend que les 20 meilleures entreprises car en dessous les notes tombent très vite » explique Fabrice Rahmouni, responsable Indices pour la France chez Euronext. Quel engouement cela suscite-t-il ? « Les entreprises y voient une vraie vitrine et communiquent sur ce sujet quand elles sont dans l'indice. Côté investisseur, c'est plus nuancé, mais on voit bien que petit à petit l'ISR entre dans les mœurs. La gestion passive, moins chère que la gestion active est un vrai tremplin pour l'ISR car les gérants recherchent ce type d'indices ». Les banques aussi s'investissent dans l'ISR. Depuis le 13 octobre de cette année, elles disposent d'un nouvel outil, le « Manifesto positive impact » un programme de « financement à impact positif » créé à l'initiative du programme des Nations Unies pour l'environnement (UNEP FI). Dix établissements sont signataires du projet piloté par la Société Générale, ING et Triodos Bank. L'idée ? « Parmi les multiples initiatives en faveur de l'ISR, il manquait une démarche dédiée à l'allocation de crédit. L'objectif du Manifesto est

d'intégrer l'impact positif des financements alloués par les banques sur l'un au moins des trois piliers de la RSE (Responsabilité Sociale et Environnementale) et dans des secteurs à impact positif par nature : pays émergents, PME, énergies renouvelables, éducation, santé... » explique Jean-Michel Mepuis, directeur développement durable RSE à la Société Générale. La banque française travaille depuis longtemps sur ce sujet en collaboration avec l'ORSE (Observatoire de la Responsabilité Sociétale des Entreprises), de sorte qu'en 2014 elle a déjà alloué 958 millions d'euros (+37% par rapport à 2013) de financement à impact positif. « Comme les gérants de fonds, nous nous fondons sur les critères ESG pour évaluer les projets qui nous sont soumis et décider ou non d'accorder des financements. Nous avons défini 11 politiques sectorielles et une politique transversale sur lesquelles nous attendons de nos clients qu'ils souscrivent aux mêmes engagements que nous » ajoute Jean-Michel Mepuis. Prochaine étape ? Rassembler les bonnes pratiques et créer une norme internationale en 2016.

Autant dire que la finance est un acteur majeur de la RSE. S'agissant du réchauffement climatique, les énergies fossiles pèsent 5.000 milliards de dollars sur les bourses, mais un vaste mouvement mondial de désinvestissement atteint aujourd'hui 2.600 milliards de dollars. Reste à réorienter cette manne vers les énergies renouvelables pour accélérer la transition énergétique et rafraîchir la planète.

Olivia Dufour



THIERRY PHILIPPONNAT,
PRÉSIDENT DU
FORUM POUR
L'INVESTISSEMENT
RESPONSABLE (FIR)

Les initiatives ISR se multiplient au point qu'on se demande d'où est parti ce mouvement ...

De plusieurs sources. Il y a eu des prises de conscience au sein même du monde financier en raison des crises mais aussi de la pression du monde académique et de la société civile. Ces facteurs conjugués créent un contexte général vertueux incitatif. Ensuite, cela varie selon les pays. En Grande-Bretagne, l'ISR est une dynamique à l'initiative des investisseurs, en France à l'inverse, l'ISR est une démarche multipartite.

Quelle est la vocation du FIR et quels sont vos chantiers en cours ?

Créé en 2001, le FIR rassemble des investisseurs, des gestionnaires d'actifs, des professionnels de la recherche, des experts et des associations et organisations de place qui veulent ensemble promouvoir et développer l'investissement socialement responsable. Notre ambition est d'élargir encore ce panel, ce qui nous a conduits récemment à adopter une charte afin de fixer un socle commun capable de rassembler des gens d'horizons très divers. La promotion de l'ISR est une question à la fois quantitative et qualitative : il faut augmenter les encours mais également la qualité des pratiques. Nous avons décidé parmi les actions en cours de prendre des positions précises sur des questions liées à l'ISR. L'ISR est encore trop peu connu par exemple du grand public, mais la réglementation française va dans le bon sens. En septembre, le ministre de l'économie Michel Sapin a annoncé le lancement d'un label d'Etat. Nous attendons aussi beaucoup de l'article 173 de la loi sur la transition énergétique qui impose aux investisseurs institutionnels, assureurs, mutuelles, caisses de retraite et aux SICAV de publier chaque année leur politique d'investissement en matière de transition énergétique et écologique. Nous souhaitons promouvoir ce texte au niveau européen.

Certains fonds intègrent le tabac ou l'armement, d'autres pas, peut-on vraiment croire en une finance vertueuse surtout sans contrainte légale ?

Chaque pays a son regard, ses valeurs, et aussi sa méthode, les initiatives sont variées parfois contradictoires et les choses ne sont pas parfaites, mais l'ISR gagne en influence et en volume sous gestion. Les pratiques ISR dites « best in class » consistent à sélectionner les sociétés les mieux notées d'une catégorie mais pas à exclure tel ou tel secteur. Il faut travailler à améliorer les pratiques pour qu'un jour, à force de sélectionner les meilleurs, les mauvais élèves disparaissent. Quant à savoir s'il faut imposer ou pas des obligations en la matière, cela nous renvoie au très ancien débat entre droit dur et droit souple et l'ISR est par construction une démarche volontaire. Je crois aux mécanismes incitatifs, quand les gens s'engagent à agir, on peut ensuite leur demander pourquoi ils n'ont rien fait ou pas fait assez.

■ DÉPLACEMENT À WASHINGTON

Comme chaque année, l'AMAFI a organisé les 30 septembre et 1^{er} octobre dernier, pour le compte de l'EFSA (*European Forum of Securities Associations*), une série de réunions avec des institutions et autorités financières américaines et internationales (FMI, Réserve fédérale, Trésor et Congrès US, CFTC, SEC). La délégation EFSA était composée cette année de l'AFME (*Association for Financial Markets in Europe*), représentée par Simon Lewis, l'AMAFI, représentée par Pierre de Lauzun et Véronique Donnadiou, et l'association suédoise SSDA, représentée par Kerstin Hermansson.

Parmi les différents sujets abordés, celui de la liquidité des marchés a tout particulièrement été discuté. D'une façon générale, les institutions rencontrées sont réticentes à reconnaître un rôle imputable aux évolutions réglementaires de ces dernières années, par crainte de leur remise en cause, et notamment en matière prudentielle : les réticences sur ce dernier aspect sont ainsi particulièrement fortes du côté de la Réserve Fédérale. Mais en dehors de ce point, toutes admettent la pertinence de la question et le fait que le paradigme change (nature des fournisseurs et de la liquidité, contexte de taux bas, réglementations). Elles reconnaissent qu'il faut s'interroger sur le sujet et en surveiller les effets sur le fonctionnement du marché. Les questions relatives au partenariat transatlantique, à l'état de la réglementation financière en Europe, ou à la résolution des problèmes liés aux divergences de réglementation ont également été discutées. A cet égard, il doit être observé un contexte encore plus marqué de politisation des discours entre républicains et démocrates : certes, les élections présidentielles américaines ont lieu dans moins d'un an mais le durcissement réciproque est une tendance lourde qui s'aggrave au fil des ans.

Côté réglementation, le processus de mise en œuvre du *Dodd Frank Act*, voté il y a 5 ans, touche à sa fin. Les autorités finalisent la mise en place réglementaire et les grands débats de fond semblent être pour la plupart terminés. L'Europe, de ce fait, est perçue comme en retard s'agissant de la mise en œuvre de la réglementation financière issue des engagements du G 20.

Véronique Donnadiou

■ RECONNAISSANCE D'ÉQUIVALENCE DES RÉGIMES DES CCP

L'Autorité Européenne des Marchés Financiers (AEMF ou ESMA) a lancé le 27 août 2015 une consultation concernant l'article 26 du règlement n° 153/2013, pris en application du règlement EMIR, relatif à la période de liquidation des comptes clients. Cette consultation s'inscrivait dans le contexte des négociations sur l'équivalence des règles juridiques et de supervision relatives aux contreparties centrales (CCP) actuellement en cours entre les États-Unis et l'Union européenne, en envisageant un alignement des règles européennes sur les règles américaines.

Ce point a particulièrement retenu l'attention de l'AMAFI : sur le segment très globalisé des instruments dérivés, il est important que l'Europe conserve un système financier en mesure de servir son économie dont la maîtrise en termes de régulation reste entre ses mains. Aussi, au-delà des observations transmises à l'AEMF (*AMAFI / 15-43*), elle a adressé un courrier au Commissaire européen Jonathan Hill soulignant :

- L'enjeu que représente la reconnaissance d'équivalence sans laquelle résulteraient des conséquences très lourdes en termes de charges prudentielles pour les intermédiaires européens traitant avec des contreparties centrales non qualifiées ;
- La nécessité de traiter globalement les impacts en termes de gestion des risques des CCP et des adhérents compensateurs, y compris dans leur dimension concurrentielle entre acteurs européens et américains, la consultation de l'AEMF ne traitant que de la période de liquidation des comptes clients.

**Véronique Donnadiou,
Emmanuel de Fournoux, Victor Maurin**

■ RÉUNION INTÉrimAIRE ICSA

L'ICSA (*International Council of Securities Associations*) tenait sa réunion intérimaire à Zurich le 27 octobre dernier. Pierre de Lauzun y représentait l'AMAFI.

A l'ordre du jour de cette réunion figurait notamment la revue des différents travaux en cours. A cet égard, une attention a tout particulièrement été portée aux travaux menés au sein du Groupe de travail sur la liquidité, auquel l'AMAFI contribue activement. Capitalisant sur les différentes études déjà réalisées par certains membres, dont celles de l'AMAFI, l'objectif est d'alimenter les réflexions menées par les instances internationales, et en premier lieu l'OICV (ou IOSCO – *International Council of Securities Associations*). Également à l'ordre du jour : l'évolution du *Cross Border Regulatory Forum / CRBF* (groupement rassemblant l'industrie financière au sens large qui avait alimenté les travaux de la *Task Force* de l'OICV sur la réglementation transfrontalière) avec la double question de l'implication de l'ICSA dans sa gestion et la poursuite des travaux alors que l'OICV a rendu son rapport.

Véronique Donnadiou

UNION DES MARCHÉS DE CAPITAUX (UMC)

La Commission européenne a rendu public le 30 septembre 2015 un plan d'action de 20 mesures destinées à réaliser un marché unique pour les capitaux en Europe. Elle a par ailleurs détaillé les premières actions prévues par ce plan. Cette initiative fait suite au Livre vert « Construire l'Union des marchés de capitaux » publié par la Commission européenne en février dernier et qui avait donné lieu à de nombreuses contributions, dont celle de l'AMAFI (*AMAFI / 15-28*).

Le plan d'action s'articule autour de quatre grands objectifs :

- Élargir les possibilités offertes aux investisseurs ;
- Mettre les capitaux au service de l'économie réelle ;
- Favoriser la mise en place d'un système financier plus solide et plus résilient ;
- Approfondir l'intégration financière et intensifier la concurrence.

Il annonce un grand nombre de mesures générales à adopter sur le moyen terme au vu des objectifs ambitieux précités mais dont le contenu n'est pas encore défini.

Certaines actions immédiates sont par ailleurs annoncées et des propositions soumises à consultation en ce qui concerne :

- les opérations de titrisation ;
- Le développement des fonds de capital-risque ;
- les obligations garanties (*covered bonds*) afin d'estimer la faisabilité d'un futur cadre européen intégré ;
- L'ajustement de Solvabilité II en ce qui concerne le traitement prudentiel à réserver aux projets d'infrastructure.

La Commission doit également, avant la fin de l'année, formuler des propositions de modification de la directive Prospectus et publier un Livre vert sur les services financiers et assurantiels pour les particuliers en vue de développer l'épargne des particuliers *via* les produits financiers.

La Commission a lancé par ailleurs, jusqu'au 6 janvier 2016, un « appel à témoignage » destiné à recenser les difficultés créées par les législations existantes. L'AMAFI qui suit avec attention le développement du plan d'action de la Commission s'attachera bien entendu à alimenter les réflexions, notamment en contribuant à cet appel à témoignage.

Véronique Donnadiou

■ MIF 2

Transposition

L'AMAFI est fortement impliquée dans les travaux de transposition (niveau 1) de la directive MIF 2, et a participé aux trois réunions de Place organisées par le Trésor concernant la structure des marchés, la protection des investisseurs et les marchés de matières premières. L'Association a d'ores et déjà exprimé un certain nombre de préoccupations et points d'attention, dont la nécessité de transposer le plus fidèlement possible la directive et de veiller à la cohérence d'ensemble et à la lisibilité du Code monétaire et financier.

Textes d'application

L'Association continue de suivre avec attention l'élaboration des textes d'application (niveau 2) notamment les projets de normes techniques de réglementation (RTS) publiés par l'AEMF le 28 septembre dernier, qui doivent maintenant être approuvés par la Commission européenne avant transmission au Conseil et au Parlement européen, lesquels bénéficient d'un délai d'objection. Ces textes précisent

de nombreux sujets, en particulier les calibrages du régime de transparence, la déclaration des transactions au régulateur ou encore les modalités d'application des limites de position sur les contrats à terme dont les sous-jacents sont des matières premières.

Face à l'ampleur des incertitudes qui demeurent, aux retards accumulés dans l'élaboration des mesures de niveau 2 et à la lourdeur des adaptations nécessaires, la question d'un report de l'entrée en vigueur du dispositif est de plus en plus discutée, relayant la préoccupation exprimée par l'AMAFI fin septembre (cf. *Lettre d'Info n° 120*). Ainsi, l'AEMF a rendu publique une note identifiant quatre domaines pour lesquels les contraintes de gestion, aussi bien chez les régulateurs que chez les établissements, rendent inéluctable un report de l'application de MIF 2. Ces domaines sont : les données de référence des instruments financiers, les déclarations des transactions, la transparence, les déclarations des positions pour les matières premières.

MIF 2 - ACCOMPAGNEMENT DES ADHÉRENTS

Le dispositif MIF 2 oblige les acteurs à adapter leurs procédures et systèmes, de façon très sensible dans un certain nombre de cas. Aider ses adhérents dans la mise en œuvre opérationnelle du nouveau dispositif constitue donc une priorité pour l'AMAFI. Différentes actions sont engagées à cet effet au travers des Comités et Groupes de l'Association, et notamment :

- La publication et l'actualisation régulière d'un document de questions réponses permettant d'apporter des éléments d'appréciation collectivement partagés sur les aspects qui suscitent des interrogations (*AMAFI / 15-46*) ;
- La publication très prochaine d'une note de présentation des standards techniques proposés par l'AEMF qui, malgré leur caractère non définitif, sont particulièrement importants pour évaluer et préparer les adaptations nécessaires ;
- La constitution d'un Groupe « Chef de projet MIF 2 » ouvert à tous les établissements intéressés (**Contact : Emmanuel de Fournoux**) ;
- La constitution d'un Groupe AMAFI / AFTI *Reporting* ;
- Des échanges avec l'AMF sur les points d'attention prioritaires identifiés, en particulier sur la partie relative à la protection des investisseurs, pour préparer les ateliers de travail thématiques qui seront organisés par le régulateur d'ici la fin de l'année ;
- La préparation d'une nouvelle conférence MIF 2 permettant, mi-février prochain, de faire un point d'étape sur les dispositions qui concernent plus particulièrement les aspects de structure de marché.

Par ailleurs, concernant la protection des investisseurs, l'AEMF prépare actuellement des travaux de niveau 3 auxquels l'Association entend apporter sa contribution.

Sylvie Dariosecq, Véronique Donnadieu, Emmanuel de Fournoux, Pauline Laurent, Victor Maurin

■ ABUS DE MARCHÉ

Publication des RTS

L'AEMF a publié le 28 septembre dernier son rapport final (*ESMA 2015/1455*) dans lequel elle présente ses propositions de mesures d'application du règlement Abus de marché, sous forme de standards techniques (RTS et ITS). Ceux-ci sont relatifs en particulier aux sondages de marché, à la prévention et la détection des abus de marché, aux listes d'initiés, aux recommandations d'investissement, aux programmes de rachat et opérations de stabilisation et aux pratiques de marché admises (cf. *point ci-après*). Le dispositif doit être encore complété par des actes délégués de la Commission européenne, d'autres standards techniques sur la coopération entre les régulateurs et enfin par des *Guidelines* de niveau 3 qui restent à élaborer par l'AEMF. Le règlement Abus de marché doit entrer en application en juillet 2016.

Certains des commentaires que l'AMAFI avait formulé sur ces standards techniques ont été pris en compte, en particulier sur le dispositif de prévention et de détection des abus de marché (*Suspicious transaction and order report* – « *STOR* ») et la possibilité de maintenir des sections dédiées aux initiés permanents dans les listes d'initiés (*AMAFI / 14-42*). Sur le fond, les mesures de l'AEMF sont très prescriptives et prévoient un nombre non négligeable de nouvelles exigences à mettre en œuvre.

Comme pour MIF 2, les adaptations issues du nouveau dispositif sont nombreuses et parfois lourdes. Aussi, pour aider ses adhérents à mesurer leurs implications, et malgré leur caractère non définitif, l'AMAFI a publié à leur attention une note de présentation synthétique de ces standards techniques (*AMAFI / 15-51*).

Pauline Laurent

Pratique de marché admise (PMA)

Contrats de liquidité

Grâce principalement à l'action de l'AMAFI au moment de l'élaboration du règlement Abus de marché, la possibilité pour les Etats membres d'accepter des pratiques de marché admises (PMA) a été conservée. Cette possibilité a donné lieu, en complément des principes énoncés dans le règlement, à un standard technique, actuellement disponible à l'état de projet. Il détaille les critères à l'aune desquels une PMA peut-être instaurée par un Etat membre sur son territoire et la procédure à suivre. Les PMA en vigueur doivent de leur côté être reconduites, sensiblement selon cette même procédure.

Pour assurer la reconduction des PMA existantes en France, et particulièrement celle relative aux contrats de liquidité, l'AMF a engagé une concertation avec l'AMAFI, notamment afin de préparer les éléments qu'elle doit soumettre à l'AEMF à cet effet. L'enjeu est d'importance compte tenu du rôle joué par les contrats de liquidité pour le bon fonctionnement du marché à Paris.

Sylvie Dariosecq

EUROPE

■ RÉUNION EFSA

L'EFSA (*European Forum of Securities Associations*), s'est réuni à Stockholm les 20 et 21 octobre 2015. La majeure partie des échanges a porté sur les travaux d'analyse et de mise en œuvre du nouveau dispositif MIF menés respectivement dans chaque pays. A cet égard, on peut relever que les problèmes identifiés par l'AMAFI sont largement partagés par ses homologues.

D'autres textes européens, en cours de mise en œuvre ou en projet, ont également fait l'objet de discussions. C'est le cas notamment du projet de règlement sur les dépositaires centraux, l'initiative sur l'Union des marchés de capitaux ou encore le règlement sur les abus de marché.

Véronique Donnadieu

D É B A T

ACTUALITÉ JURIDIQUE - AMAFI - GIDE

L'AMAFI a organisé le 26 novembre, en partenariat avec le Cabinet Gide, un petit déjeuner débat consacré à l'actualité juridique européenne et française des marchés financiers. Outre un panorama des nouvelles réglementations européennes (pour certaines encore en devenir), deux grandes thématiques ont été à l'ordre du jour. L'une pour éclairer, au travers des travaux du Comité Juridique, la jurisprudence récente de la Cour d'appel de Paris et de la Cour de Cassation relative aux obligations des PSI lors de la conclusion de contrats dérivés. L'autre pour présenter les travaux en cours en matière d'abus de marché, à la suite de la décision du Conseil constitutionnel de mars dernier interdisant le cumul des procédures pénales et administratives. Outre l'AMAFI, sont intervenus dans ce cadre Jean-Guillaume de Tocqueville et Laurent Vincent (Avocats, Gide Paris), Laurent Durand (Président du Comité juridique de l'Association, *Associate General Counsel*, HSBC France), et Anne Maréchal, Directrice des Affaires juridiques de l'AMF.

Sylvie Dariosecq, Perla Elbaz-Dray

FRANCE

ÉTUDE AMAFI SUR LA LIQUIDITÉ DE MARCHÉ

L'étude sur la liquidité de marché publiée par l'AMAFI le 4 novembre dernier (*AMAFI/15-48*) met en évidence l'effet de ciseau provoqué par l'augmentation forte de la demande de liquidité - dans un contexte de recours accru aux marchés financiers comme source de financement de l'économie et de politiques monétaires ultra-accommodantes - couplée à une baisse importante de l'offre de liquidité due notamment au durcissement de la réglementation (prudentielle et de marché) encadrant les apporteurs de liquidité traditionnels.

Les nombreuses ruptures de liquidité observées au cours des derniers mois révèlent une situation dégradée qui pourrait se transformer en crise majeure de liquidité si aucune mesure n'était prise pour prévenir ce risque (*cf Edito*).

C'est pourquoi l'Association avance des pistes de solution qui devraient être examinées de façon approfondie avec les différentes parties prenantes, dont les régulateurs prudentiels et de marché, et mises en œuvre de façon cumulative. Parmi les différents axes d'action qui concernent à la fois l'offre et la demande de liquidité on peut en particulier citer :

- Mieux prendre en compte le couple transparence/liquidité dans les réglementations de marché ;
- Avoir des investisseurs dont l'horizon d'investissement est long et donc moins sensible aux mouvements de marché ;
- Développer des services aux émetteurs qui favorisent la liquidité de leurs titres ;
- Prendre en compte de façon systématique l'enjeu de la liquidité de marché lors de l'élaboration des normes prudentielles futures et analyser de façon approfondie les normes édictées depuis la crise financière à l'aune de cet enjeu ;
- Réviser de façon drastique les normes comptables en revenant sur le principe de comptabilisation systématique à la valeur de marché, quel que soit l'horizon d'investissement.

Emmanuel de Fournoux

■ EURO PP

Le Comité de pilotage, mis en place en 2014, poursuit ses travaux visant à favoriser l'expansion du marché de l'Euro PP en France et à l'international. Un nouveau groupe de travail réunissant des représentants d'émetteurs, d'investisseurs, d'arrangeurs et d'avocats actifs sur le marché de l'Euro PP a été constitué pour réfléchir à l'environnement juridique et réglementaire de ce marché. L'objectif est de mettre en avant les atouts du modèle français tout en identifiant, le cas échéant, les points sensibles sur lesquels une réforme pourrait être proposée.

Par ailleurs, après le succès des premières Rencontres Euro PP (13 mars 2015), une deuxième édition de cet événement est en préparation : elle se déroulera le 29 mars 2016.

Sylvie Dariosecq

■ CONTRATS DE LIQUIDITÉ

Les contrats de liquidité sont soumis, en tant que rachat d'actions, à une contribution au profit de l'AMF égale à 0,2% de la valeur des titres acquis, sans considération de la finalité de ces contrats qui conduisent à une succession d'opérations d'achat et de vente.

A l'instar de ce qui a été fait pour l'application aux contrats de liquidité de la limite de 10% du capital qui peut faire l'objet d'un rachat (limite désormais calculée en net après déduction du nombre d'actions vendues) et pour la TTF (exonération spécifique pour les contrats de liquidité), cette finalité particulière devrait être reconnue. L'AMAFI a donc saisi le Ministre des finances d'une demande d'exonération de cette contribution et, à tout le moins, de son calcul en net, avec un abaissement du plancher et une exonération totale au profit des émetteurs ayant une faible capitalisation.

Sylvie Dariosecq

■ COMMUNICATION À CARACTÈRE PROMOTIONNEL SUR LES MÉDIAS SOCIAUX

L'AMF a mis en consultation publique, de début octobre à mi-novembre, un document formulant différentes propositions d'enrichissement de sa doctrine en matière de communication à caractère promotionnel sur les médias sociaux.

A cette occasion, l'AMAFI a formulé diverses observations en se focalisant principalement sur les aspects concernant les titres de créance (*AMAFI/15-52*). Elle a ainsi notamment attiré l'attention de l'Autorité sur le fait que la mise en œuvre des mesures proposées risque d'imposer de lourdes contraintes aux émetteurs, non seulement dans leurs relations avec leurs distributeurs mais aussi en matière d'archivage de données. Par ailleurs, si l'Association approuve une démarche qui souligne la vigilance à porter aux communications diffusées sur les médias sociaux, elle a particulièrement insisté sur la nécessité de laisser aux établissements une large latitude quant aux mesures à mettre en place pour atteindre cet objectif.

Pauline Laurent, Perla Elbaz-Dray

■ TRANSPARENCE

Pour finaliser la transposition de la directive Transparence révisée de 2013, sont attendues de façon imminente pour respecter la date butoir de transposition fixée au 26 novembre, d'une part, une ordonnance prévoyant des modifications législatives (sur lesquelles les associations de Place ont été consultées par la direction du Trésor au cours de l'été) et, d'autre part, des modifications du règlement général de l'AMF, qui ont fait l'objet d'une consultation publique de l'AMF au mois d'octobre.

Ces modifications portent sur des sujets particulièrement importants pour les adhérents de l'AMAFI. Ils sont activement suivis depuis plusieurs années au sein du Groupe Franchisements de seuils, principalement en ce qui concerne l'assimilation des instruments dérivés réglés en espèces et l'exemption des instruments détenus par les prestataires de services d'investissement dans leur portefeuille de négociation (AMAFI / 15-50).

Sylvie Dariosecq

■ FORMATION RCSI DE L'AMF INTERVENTION DE L'AMAFI

Dans la continuité des travaux initiés en début d'année, et à l'occasion de la dernière session de formation des RCSI organisée par l'AMF en novembre 2015, l'Association, avec la participation de membres de son Comité Conformité a, à nouveau, animé des ateliers autour de cas pratiques illustrant des situations typiques rencontrées par les professionnels.

En s'associant à la formation des futurs responsables de la conformité et de leurs équipes, l'Association entend participer au développement de la culture conformité de la Place tout en apportant son soutien à l'AMF dans cette démarche de formation pour la professionnalisation du métier.

Pauline Laurent

■ TTFE

En marge de l'ECOFIN du 10 novembre se tenait une réunion des 11 Etats membres de la coopération renforcée pour l'adoption de la Taxe européenne sur les transactions financières (TTFE). A cette occasion, tous les acteurs de la Place (Paris Europlace, MEDEF, AMAFI, Afep, AFG, ...) ont à nouveau manifesté leur opposition et leur incompréhension à cette initiative. Pour sa part, l'AMAFI a apporté une nouvelle contribution soulignant le risque de mise « hors-jeu » du secteur financier des Etats participants, notamment en raison de l'inefficacité des mécanismes « anti-contournement » et « anti-délocalisation » envisagés pour la taxation des transactions sur produits dérivés. L'Association a également contribué, par l'intermédiaire du MEDEF, au courrier adressé par *BusinessEurope* au Président de l'ECOFIN, aux Ministres des finances de l'ensemble des Etats Membres de l'UE, aux 28 ambassadeurs des COREPER II, aux Présidents de l'UE et du Parlement européen. Ce courrier souligne que le projet de TTFE, outre ses risques juridiques, est contraire aux intérêts des entreprises et de l'économie toute entière. Cette réunion du 10 novembre n'a pas été conclusive. A ce stade des travaux, l'unanimité requise n'est pas réunie notamment sur le choix du principe territorial d'imposition (émission ou résidence, sur actions et dérivés) et sur la délimitation du champ d'application de la taxe aux dérivés, notamment concernant l'exclusion envisagée des dérivés de dette souveraine. En outre, les coûts attachés à un dispositif complexe font craindre à certains pays qu'ils soient plus importants que les gains escomptés.

La prochaine réunion aura lieu le 8 décembre. Dans cette perspective, l'Association a élaboré des exemples illustrant les surcoûts d'une TTFE appliquée aux opérations effectuées en suite d'une transaction faite avec un client pour lui permettre de couvrir un risque (AMAFI / 15-53). Par rapport à la situation d'un établissement situé en dehors de la zone, serait en effet introduite une distorsion concurrentielle non soutenable puisque multipliant par 6 à 8 le coût de la transaction initiale.

Eric Vacher

■ TTF FRANÇAISE

Taxation des opérations intra-journalières

Lors de l'examen du projet de loi de finances pour 2016, l'Assemblée Nationale a finalement adopté en première lecture, un amendement élargissant le champ d'application de la taxe sur les transactions financières française (TTF) aux opérations intra-journalières (dites « *intraday* »). Si elle est confirmée dans le cadre du processus parlementaire (la Commission des finances du Sénat a proposé sa suppression), cette mesure s'appliquerait à compter du 31 décembre 2016, l'objectif étant d'assurer une coordination avec le dispositif de TTF européenne dont la mise en œuvre effective est envisagée au 1^{er} janvier 2017.

Au-delà de certaines incertitudes sur les effets opérationnels de cet amendement, l'Association rappelle que l'assujettissement même d'opérations *intraday*, réalisées à l'étranger entre des intervenants non résidents, est dénué de base juridique, l'administration française ne disposant d'ailleurs d'aucun moyen de contrôle fiable de telles opérations. Encore une fois, seuls les intervenants français sont frappés, au détriment de la capacité de la Place de Paris à servir les entreprises et les épargnants.

Guide de bonnes pratiques pour l'exonération des organisations internationales

Certains acquéreurs de titres français ayant le statut d'organisations internationales bénéficient de clauses d'immunité fiscale ou de privilèges fiscaux au titre desquels ils demandent à leurs intermédiaires financiers d'être exonérés de la TTF pour leurs acquisitions de titres français entrant dans le champ d'application de la taxe.

En pratique, la mise en œuvre de cette immunité fiscale pour la TTF peut soulever des difficultés. Le Comité Fiscal de l'AMAFI a donc élaboré des recommandations de bonnes pratiques des opérateurs financiers vis-à-vis des organismes internationaux (AMAFI / 15-47). Si elles n'ont pas vocation à se substituer à la répartition contractuelle des responsabilités entre les acteurs concernés, ces recommandations pratiques permettent toutefois de faciliter la mise en œuvre opérationnelle d'un dispositif TTF particulièrement complexe.

Eric Vacher

CONFÉRENCE

ACTUALITÉ FISCALE
AMAFI/TAJ,
14 JANVIER 2016

L'AMAFI organise le 14 janvier prochain, en partenariat avec le Cabinet Taj - Société d'avocats, une conférence sur le thème « *Lois de finances 2016 et actualité fiscale pour le secteur financier* ».

Renseignements et inscription sur le site de l'Association, rubrique agenda.

Eric Vacher

ZOOM AMAFI

NOUVEL ADHÉRENT

BPCE, organe central du Groupe Banque Populaire et Caisse d'Épargne, établissement de crédit qui offre des services de réception-transmission d'ordres, exécution d'ordres, négociation pour compte propre, gestion de portefeuille, conseil en investissement, prise ferme et placement garanti et non garanti. Ses dirigeants sont François Pérol (Président du Directoire), Jean-Yves Forel, Catherine Halberstadt, Daniel Karyotis et Laurent Mignon (Membres du Directoire).

EQUIPE AMAFI

Perla Elbaz-Dray a rejoint l'AMAFI début octobre en qualité de Chargée d'études Affaires juridiques et Conformité. Titulaire d'un Master 2 Droit des affaires et fiscalité de l'Université Paris II Panthéon-Assas et du Certificat d'Aptitude à la Profession d'Avocat, elle occupait précédemment la fonction d'adjoint aux rapporteurs de la Commission des sanctions au sein de la direction de l'instruction et du contentieux des sanctions de l'Autorité des Marchés Financiers.

QUELS MARCHÉS FINANCIERS POUR L'EUROPE ?



L'AMAFI et Revue Banque publient début décembre un nouvel hors-série intitulé :

« **Union des marchés de capitaux : quels marchés financiers pour l'Europe ?** »

Signé par une palette d'auteurs venus d'horizons divers, professionnels, universitaires, chercheurs, régulateurs... l'ouvrage part de l'initiative de la Commission européenne de construire une « **Union des marchés de capitaux** », pour lancer le débat sur la question : Quels marchés financiers pour l'Europe ? Et ce, dans un contexte où les marchés sont amenés à jouer un rôle accru dans le financement de l'économie européenne.

**Un débat public est organisé à l'occasion de la sortie de ce hors-série
Lundi 7 décembre à 18 heures.**

Renseignements et inscriptions sur www.amafi.fr/agenda.

Philippe Bouyoux

ACTIVITÉS

AMAFI

Chiffres clés du
01/11/2014 au
01/11/2015

24 Réponses à des consultations publiées ou en cours

19 Notes d'analyse / de position

10 Conférences et événements AMAFI

4 Normes professionnelles existantes

3 Bonnes pratiques professionnelles existantes

VOS CONTACTS

- **Philippe Bouyoux**
01 53 83 00 84 - pbouyoux@amafi.fr
- **Sylvie Dariosecq**
01 53 83 00 91 - sdariosecq@amafi.fr
- **Véronique Donnadieu**
01 53 83 00 86 - vdonnadieu@amafi.fr
- **Perla Elbaz-Dray**
01 53 83 00 76 - pelbazdray@amafi.fr
- **Emmanuel de Fournoux**
01 53 83 00 78 - edefournoux@amafi.fr
- **Pauline Laurent**
01 53 83 00 87 - plaurent@amafi.fr
- **Alexandra Lemay-Coulon**
01 53 83 00 71 - alemaycoulon@amafi.fr
- **Victor Maurin**
01 53 83 00 73 - vmaurin@amafi.fr
- **Julien Perrier**
01 53 83 00 76 - jperrier@amafi.fr
- **Bertrand de Saint Mars**
01 53 83 00 92 - bdesaintmars@amafi.fr
- **Eric Vacher**
01 53 83 00 82 - evacher@amafi.fr

ASSOCIATION FRANÇAISE
DES MARCHÉS FINANCIERS
13, RUE AUBER • 75009 PARIS
TÉL. : 01 53 83 00 70
TÉLÉCOPIE : 01 53 83 00 83
@AMAFI_FR
www.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). Pour les autres documents, ils sont disponibles sur le site réservé aux adhérents.

Directeur de publication : **Bertrand de Saint Mars**
Rédacteur en chef : **Philippe Bouyoux**
Rédaction dossier : **Olivia Dufour**
Création et Maquette : **Sabine Charrier**
Imprimeur : **PDI** - N° ISSN : 1761-7863