

BRUXELLES
MET DE L'ORDRE
DANS LES PAS
DE COTATION

EDITO Les contrats de liquidité représentent un enjeu important et particulier pour la Place de Paris. Non seulement parce que plus de la moitié des entreprises qui y sont cotées, majoritairement des PME et ETI, recourent à cette technique dont l'AMAFI, en concertation avec la COB, a posé le cadre il y a presque 20 ans. Mais aussi parce que plus de 90% des contrats de liquidité conclus en Europe sont placés sous la surveillance de l'AMF.

Après des modifications réalisées en 2005, 2008 et 2011, ce cadre doit encore évoluer au regard du nouveau règlement Abus de marché. Aussi, depuis plus de deux ans, l'Association mène des discussions avec l'AMF sur ce point (voir info AMAFI 122, 125, 128 et 129), en liaison avec les autres parties prenantes de la Place, et notamment les associations d'émetteurs et d'investisseurs.

Mi-avril, l'AEMF a émis un avis négatif sur le dispositif issu de ces discussions, en invitant l'AMF à le reconsidérer. Comme cette dernière, l'AMAFI a regretté publiquement cette position (voir communiqué de presse du 16 avril). L'analyse qui la fonde est d'autant plus critiquable qu'elle ignore des facteurs qui devraient pourtant être au centre de l'attention d'une autorité européenne réunissant les régulateurs de marché, notamment s'agissant de la nécessité de développer les outils fluidifiant l'accès des PME et ETI aux sources de financement de marché.

Des discussions sont actuellement en cours avec l'AMF en vue de préciser les suites qu'elle entend maintenant donner à cet avis. Pour l'AMAFI, l'objectif reste le même : ne pas porter atteinte sans nécessité réelle, à l'efficacité établie d'une technique dont le seul objet est de favoriser la liquidité des transactions et la régularité des cotations des titres d'une société émettrice, tout en évitant des décalages de cours non justifiés par la tendance du marché.

Bertrand de Saint Mars

Délégué général adjoint de l'AMAFI

SOMMAIRE

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

MIF 2 s'était fixé notamment pour objectif de corriger les défauts de MIF 1. Objectif atteint, en tout cas sur le pas de cotation. Plusieurs études confirment le succès de la réforme.

BRUXELLES MET DE L'ORDRE DANS LES PAS DE COTATION

En finance, il est des expressions plus obscures que d'autres. Des termes qui demeurent inconnus ou obscurs aux yeux du public. Tel est le cas du pas de cotation. Pourtant, toute personne ayant une fois dans sa vie passé un ordre en bourse a nécessairement été en prise avec le pas de cotation sans le savoir. Il s'agit en effet d'une chose toute simple : c'est l'écart minimal entre deux cours consécutifs d'un titre. Imaginons une action qui cote 100, il est possible de décider que la cotation suivante ajoutera un centime d'euros, ou bien un euro ou encore 10 euros et ainsi de suite. Et selon précisément le pas de cotation qui sera choisi, il pourra avoir une incidence sur le comportement de l'investisseur qui peut être prêt à acquérir à un centime de plus, mais pas à un euro etc. C'est en vertu de cette logique que lors de l'entrée en application de la directive Marché d'instruments financiers (MIF) en 2007, qui a mis fin au monopole des bourses, les nouvelles plateformes de négociation se sont livrées à une concurrence féroce à plusieurs niveaux, dont celui des pas de cotation.

La stratégie commerciale a consisté alors à offrir des pas de cotation toujours plus réduits, autrement dit à proposer la plus petite somme supplémentaire possible entre deux cours, pour attirer les investisseurs. Ce que certains ont qualifié de véritable « course à l'armement » a contribué au développement du *trading* haute fréquence (THF), dont la puissance technique permet précisément d'exploiter à grande échelle les écarts de cotations entre les différentes places. Pour beaucoup de professionnels des marchés, une telle concurrence n'était pas saine.

Un pas de cotation unifié en Europe

C'est pourquoi le législateur européen s'est emparé du sujet à l'occasion de la nouvelle directive Marché d'instruments financiers (MIF 2), entrée en application le 3 janvier dernier, et a décidé de définir des règles communes européennes. Avant l'entrée en vigueur du nouveau régime, les titres les plus liquides étaient soumis à la table de *ticks* (pas de cotation en anglais) dite FESE 4 (qui n'était pas obligatoire), tandis que les petites et moyennes capitalisations étaient soumises à un *tick* constant de 0,01€. En pratique, le pas de cotation était compris entre 0,0001 et 0,5 euros. Depuis le 3 janvier dernier, il est déterminé par des règles communes européennes. Pour les établir, Bruxelles a dû prendre en compte le fait qu'un pas trop faible engendre des améliorations de prix insignifiantes et incessantes ; à l'inverse, un pas trop élevé peut entraîner une liquidité réduite. MIF 2 a donc décidé de croiser les données de prix et de liquidité. C'est ainsi que la réforme définit 6 fourchettes de liquidité (moins de 10 ordres par jour, 80, 600, 2 000, 9 000, plus de 9 000 ordres par jour) et 19 fourchettes de prix comprises entre moins de dix centimes et plus de 50 000 euros. Il suffit ensuite de croiser les deux informations pour trouver le pas de cotation. A titre d'illustration, si l'on prend les deux extrémités du tableau, une valeur dont le cours est inférieur ou égal à 10 centimes et dont les échanges quotidiens sont supérieurs à 9 000 transactions, aura un pas de cotation de 0,0001 tandis qu'à l'inverse, la valeur dont le prix est supérieur à 50 000 euros et les échanges compris entre 0 et 10 transactions aura un pas de cotation de

500 euros. En France, la réforme a été présentée aux investisseurs comme complexe par les médias au motif qu'il faudrait désormais avant de passer un ordre consulter ce tableau à double entrée, identifier sa valeur, croiser les données et déterminer enfin quel ordre passer. Une difficulté largement surestimée (*voir interview*). Question harmonisation, il demeure toutefois un point important en suspens. « *On ne sait pas si les règles européennes du pas de cotation s'appliquent uniquement aux plateformes de négociation ou également aux internalisateurs, autrement dit les prestataires de services financiers qui exécutent eux-mêmes les ordres de leurs clients en se portant contrepartie. Une réflexion est en cours qui devrait aboutir à préciser la réforme en leur imposant les mêmes règles* », précise Stéphane Giordano, président de l'AMAFI. L'Europe n'est pas la seule à avoir entrepris de se pencher sur le sujet. En l'état, les Etats-Unis ont un pas de cotation unique pour toutes les actions à un centime de dollar. Toutefois, ils ont lancé en octobre 2016 une grande étude sur le comportement des valeurs à l'aune de différents critères de prix et de liquidité. Une première évaluation de l'expérience ne devrait pas tarder à sortir et pourrait déboucher sur une réforme.

Une réforme qui assainit le marché

Mais revenons à la réforme européenne. Deux études sorties simultanément à l'issue du premier mois d'application de MIF 2 semblent confirmer les effets positifs des nouvelles règles. Dans un rapport publié fin mars qui porte sur l'observation des carnets d'ordres de plus de 500 actions



PHILIPPE GUILLOT
DIRECTEUR DES
MARCHÉS À L'AMF

Pourquoi Bruxelles a-t-elle opté pour un système compliqué à double entrée ?

Ce n'est pas parce que deux actions ont le même prix qu'elles ont le même comportement en bourse. On comprend très vite intuitivement qu'outre le critère du prix, un autre paramètre entre en compte : la liquidité. Toute la difficulté consiste à trouver le bon pas de cotation, s'il est trop élevé, l'écart entre la meilleure offre d'achat et de vente peut faire hésiter, trop bas, il n'a pas de signification économique. D'où le tableau à double entrée qui croise le prix et la liquidité d'un titre pour en déduire le bon pas de cotation. Il n'est pas si complexe que ça, quand on a une idée de la liquidité, en plus du prix, on trouve vite le pas de cotation. L'investisseur n'a de toute façon pas besoin de se référer au tableau, il lui suffit simplement de regarder le carnet d'ordres avant de placer son ordre, c'est intuitif. La difficulté, si difficulté il y a, concerne uniquement les lieux d'exécution qui sont en charge de constater la liquidité pour chaque instrument financier. L'opération de réaffectation des valeurs au sein des bandes de liquidité sera réalisée par l'AEMF une fois par an et ne devrait impliquer que les valeurs proches des seuils.

L'étude que vient de réaliser l'AMF constate plusieurs effets positifs grâce à la réforme, dont la réduction du bruit dans le carnet d'ordres, la hausse du nombre de titres disponibles à la meilleure limite, l'allongement de la durée de vie des ordres ... Qu'est-ce que l'investisseur peut en espérer concrètement ?

Il y a différents types d'investisseurs, mais globalement la réforme a entraîné un rééquilibrage du marché et cela améliore forcément la situation de l'investisseur. Imaginons un investisseur qui veut acheter un titre à 40 euros. En face, le vendeur est à 41. Soit l'acheteur attend une offre à 40, soit il consent à payer 41. Jusqu'ici, l'état du marché, notamment sous l'influence du THF, aboutissait à ce que l'investisseur moins bien équipé techniquement ait du mal à obtenir satisfaction à son prix. Il était donc souvent obligé d'acheter à 41, et donc c'est lui qui au final payait le *spread*, autrement dit l'écart entre la meilleure offre et la meilleure demande. Le rééquilibrage opéré par la réforme permet à l'investisseur d'obtenir plus souvent satisfaction. La réforme est également bénéfique aux émetteurs pour les mêmes raisons. Leur objectif consiste à stabiliser leur actionnariat. S'il y a plus de profondeur dans les ordres, autrement dit plus de volume disponible, alors il y a plus de stabilité et de liquidité. Quant au THF, il va devoir modifier un peu ses stratégies, mais lui-même aura moins de données à traiter et donc devrait s'y retrouver.

Ces avantages sont-ils à votre avis durables, sachant que votre étude porte sur une très courte période lors de l'entrée en application des nouvelles règles ?

Notre étude portait en effet sur deux mois, le dernier mois de 2017 sous l'empire de l'ancien régime et le premier mois de 2018 avec les nouvelles règles. Elle est confortée par celle de l'AMAFI. Mais nous allons bien entendu suivre le sujet de près. Nous avons les outils nécessaires pour analyser les données. La prochaine analyse portera, si les périodes s'y prêtent, sur une comparaison sur année complète entre 2017 et 2018. J'espère que nous pourrions présenter cette nouvelle évaluation courant 2019.

françaises sur la période décembre 2017/janvier 2018, l'AMF note que la réforme a amélioré le nombre de titres disponibles à la meilleure limite (profondeur), elle a aussi engendré une plus grande stabilité du carnet d'ordres révélée par un allongement de la durée médiane de vie des ordres (+43% sur le CAC 40) ainsi qu'une augmentation de la taille moyenne des transactions. On note aussi une réduction du « bruit » (fréquence des modifications) dans le carnet d'ordres : - 44% du nombre de mise à jour des meilleures offres de prix sur le CAC 40. Elle relève enfin une légère hausse du coût pour les transactions de petite taille sur les titres les plus liquides (évaluée à 70 centimes d'euros pour une transaction de 10 000 euros pour le CAC 40) mais un coût inchangé pour les transactions de grande taille ou sur les titres de PME. Pour les titres de PME, la mise en place d'un régime de pas de cotation adapté - par opposition au pas de cotation constant de 0,01€ précédemment en application - s'est traduite par une dynamisation du carnet d'ordres et surtout un net accroissement de l'activité.

L'AMAFI a mené elle aussi une enquête, mais à plus grande échelle puisqu'elle a analysé environ 3 500 actions européennes du 1^{er} novembre 2017 au 6 février 2018. « Cette étude a été réalisée dans le cadre d'une consultation de la Commission européenne visant à créer des conditions réglementaires adaptées et favorables aux petites et moyennes

valeurs » confie Stéphane Giordano, *or, précisément les premières conclusions montrent un effet de la réforme plutôt positif pour ces valeurs* ». Ces données européennes vont dans le même sens que les constatations faites en France par le régulateur. Ainsi, les ¾ des valeurs ont changé de *tick size*, étant précisé que pour 55% des actions le pas de cotation a augmenté, tandis que 20% des actions ont vu leur pas de cotation diminuer. Ce sont les petites capitalisations qui ont été les plus impactées par l'augmentation des *tick size*, et par des changements extrêmes. La liquidité disponible à la meilleure limite s'est accrue, notamment car il existe moins de points où elle se condense. En revanche, il est difficile de conclure sur l'impact du régime des pas de cotation au regard des volumes de négociation pour les petites et moyennes valeurs, tandis que pour les valeurs de taille médiane (entre 1 et 5 Md euros) où le *tick size* a diminué, on constate un accroissement des volumes assez net, sans doute lié à une attractivité plus forte pour les acteurs « haute fréquence ».

En clair, le marché est plus stable et plus sain, tant en France qu'au niveau européen. Il reste à confirmer ces données sur le long terme, ce qui devrait être fait courant 2019 quand il sera possible de comparer non plus sur quelques semaines mais sur une année entière.

Olivia Dufour

■ RENCONTRE ICSA - CSF BÂLE, 2 MAI 2018

L'International Council of Securities Associations (ICSA), sous la présidence de Pierre de Lauzun depuis mai 2017, a rencontré le Conseil de la Stabilité Financière (CSF ou FSB) début mai. Regroupant au niveau international les autorités de tutelle des banques et des marchés des pays membres du G20, ainsi que des institutions financières internationales, le CSF constitue aujourd'hui l'institution la plus à même de donner l'impulsion en termes de réforme des marchés.

La priorité des travaux du CSF demeure l'évaluation des réformes engagées, notamment s'agissant du financement des infrastructures et des PME-ETI d'une part, des dérivés OTC d'autre part. Mais de nombreux autres sujets ont également été abordés, parmi lesquels le cadre de gouvernance et de rémunérations des établissements financiers, la collecte des données, la transition du LIBOR vers des taux moins risqués, les crypto-actifs, la résolution et l'interdépendance des chambres de compensation, ou encore la finance verte. Une série de rapports et de consultations devrait être publiée dans le courant de l'été.

Véronique Donnadiou

■ ASSEMBLÉE ANNUELLE OICV BUDAPEST, 8-10 MAI 2018

L'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (OICV ou IOSCO) a tenu cette année son Assemblée générale annuelle à Budapest début mai. En parallèle des débats publics, des réunions bilatérales entre l'industrie financière et les régulateurs ont été organisées, comme chaque année, par l'ICSA avec les nouveaux présidents des comités permanents de l'OICV.

Parmi les sujets d'attention prioritaires des régulateurs abordés à cette occasion, on peut relever les *Fintechs* et les *Regtech*, les crypto-monnaies, l'intelligence artificielle, les ETFs, les stratégies d'investissement passif, la délégitation (*outsourcing*), la liquidité en période de stress ou encore la finance durable.

Véronique Donnadiou

■ CONFLITS D'INTÉRÊTS ET IPO

Mi-février, l'OICV a publié des propositions de mesures concernant les conflits d'intérêts identifiés dans le cadre des *IPO Equity* (introductions en bourse) et des offres secondaires de titres. Elle avance ainsi huit mesures qui s'appuient notamment sur les nouvelles dispositions prévues par MIF 2 en Europe.

L'AMAFI soutient l'initiative de l'OICV de proposer des solutions convergentes au niveau international (*AMAFI / 18-20*) pour répondre aux risques liés aux potentiels conflits d'intérêts pouvant survenir dans le cadre de la production et la diffusion de la recherche primaire et du processus d'allocation des titres et du pricing de l'opération. L'Association a d'ailleurs souligné que la plupart des mesures proposées par l'OICV ne posent pas de réelle difficulté dans la mesure où elles sont déjà intégrées dans la réglementation française ou européenne, ou appliquées au titre de bonnes pratiques de Place. Elle a néanmoins demandé des précisions, notamment sur la proposition consistant à interdire aux analystes de participer à des « *pitches* » : outre que le sens donné à cette notion demande à être clarifié, la discussion de l'émetteur avec des analystes est importante pour lui permettre de comprendre le contexte de marché et l'analyse que les investisseurs font de son titre. L'AMAFI a par ailleurs insisté sur la nécessité de nuancer l'hypothèse relayée dans le document de l'OICV selon laquelle les analystes des établissements consultant ou dirigeant l'*IPO* sont sujets à pressions : la possibilité que leur opinion soit biaisée de ce fait est en pratique contrebalancée par la nécessité que, de même que leur employeur, ils doivent préserver leur crédibilité et leur réputation.

Pauline Laurent

■ PRIIPs

L'AMAFI et la DDV alertent la Commission européenne

Après plusieurs mois d'entrée en application de PRIIPs, il est apparu que la méthodologie d'élaboration des KIDs (documents d'informations clés), telle que prescrite par les textes européens, conduit de façon relativement fréquente à des résultats irréalistes ou trompeurs notamment sur les scénarios de performance (voir *Info AMAFI n° 134*).

Cette situation se révèle particulièrement préoccupante pour les établissements confrontés, d'un côté, à un risque réglementaire, de l'autre, à un risque commercial et de réputation. Les mêmes préoccupations étant exprimées en Allemagne, après concertation avec la DDV (*Deutsche Derivate Verband*, organisme qui représente les producteurs de produits structurés outre-Rhin), un courrier commun AMAFI-DDV a été adressé à la Commission européenne. L'objet est non seulement d'alerter sur ces résultats totalement contradictoires avec les objectifs poursuivis par PRIIPs, mais aussi de proposer des pistes de solution. Document disponible sur www.amafi.fr.

Clauses de restrictions de vente

L'AMAFI a publié début avril des clauses-types de restrictions de vente, en français et en anglais (*AMAFI / 18-21 FR et EN*). L'objectif est de permettre aux émetteurs de produits offerts uniquement à la souscription d'investisseurs autres que des investisseurs de détail, mais cotés sur un marché réglementé, d'établir que ces produits ne sont pas destinés à des investisseurs de détail.

De ce fait, conformément aux précisions apportées par les autorités européennes de supervision dans un document de questions-réponses sur le KID, ces produits peuvent alors être exclus du champ de l'obligation d'établir ce document d'informations clés.

Sylvie Dariosecq, Pauline Laurent

■ MIF 2

Banque Privée

Suite à l'entrée en application de MIF 2 et conformément à la demande du Groupe *MIF 2 Banque privée*, plusieurs réunions ont été organisées afin d'échanger sur les difficultés rencontrées depuis le 3 janvier 2018. Ces discussions ont notamment porté sur la fourniture de l'information sur les coûts et charges aux clients et l'envoi des différents rapports et alertes qui leur sont dus.

Coûts et charges

Le 23 mars dernier, l'AEMF a mis à jour son document de questions-réponses relatif à la protection des investisseurs (*ESMA35-43-439*). Elle a ainsi notamment modifié une question-réponse qui impacte les modalités de fourniture de l'information sur les coûts et charges via le KID PRIIPs. Une nouvelle question-réponse a également été ajoutée sur la notion de « relation continue », pour préciser les situations dans lesquelles l'information sur les coûts et charges est due *ex-post*.

Pour tenir compte de ces nouveaux éléments de réflexion, l'AMAFI finalise actuellement une mise à jour du Guide AMAFI sur la mise en œuvre des obligations d'information sur les coûts et frais, dont la première version a été publiée en novembre dernier (*AMAFI / 17-76*). Elle y discute plus particulièrement l'analyse menée par l'AEMF sur la notion de « relation continue » qu'elle estime insuffisamment fondée. Ces modifications donneront lieu à un échange avec les services de l'AMF dans les prochains jours.

Gouvernance produits

Suite aux problématiques rencontrées dans l'utilisation de l'*European MiFID Template* (EMT), l'*European Working Group* (EWG), qui rassemble un panel d'acteurs financiers européens dont l'AMAFI, a actualisé son document de questions-réponses. L'AMAFI a mis à disposition de ses adhérents cette

nouvelle version qui apporte des précisions supplémentaires concernant principalement le critère de « capacité à subir des pertes ».

Incitations - Cadeaux et invitations

A la demande du Comité Conformité, un Groupe de travail a été constitué pour mener des réflexions sur l'encadrement des cadeaux et des invitations à des événements compte tenu du nouveau régime des incitations prévu par MIF 2. Les questions abordées portent notamment sur les conditions dans lesquelles des clients ou partenaires commerciaux peuvent être invités à des événements, selon qu'il s'agit de formations ou d'événements récréatifs. L'objectif est de mettre à disposition des adhérents un document fournissant des éléments d'appréciation dans ce cadre.

Pas de cotation

Mi-mars, l'AMAFI a publié une étude (*AMAFI / 18-16*) sur les conséquences du nouveau régime des pas de cotation, contenu dans le dispositif MIF 2, portant sur une période allant du 1er novembre 2017 au 6 février 2018 et sur un échantillon de 3 500 valeurs européennes environ.

L'étude comprend un focus sur le comportement des valeurs françaises cotées sur Euronext. Il en ressort en première analyse (*voir dossier central de cette lettre d'info*) que les conséquences du nouveau régime sont plutôt positives dans la mesure où, dans la plupart des cas, la fourchette achat-vente s'est réduite, et que la liquidité disponible à la meilleure limite s'est accrue. Ces résultats sont d'ailleurs en cohérence avec ceux récemment mis en évidence par une étude publiée par l'AMF, mais portant uniquement sur les valeurs françaises. Des études complémentaires seront menées par l'AMAFI pour confirmer cette évaluation sur une période d'observation plus longue.

F. Fleuret, E. de Fournoux, C. Gonzalez, B. Julé, P. Laurent

■ TRAITEMENT PRUDENTIEL DES ENTREPRISES D'INVESTISSEMENT

Le 11 avril dernier, Marcus Ferber, rapporteur au sein de la Commission des affaires économiques européennes du Parlement européen (ECON), a publié son rapport sur la proposition de la Commission concernant le traitement prudentiel des Entreprises d'Investissement - EI (*cf. Info AMAFI n° 134*).

L'AMAFI a formulé des propositions d'amendements sur le texte de la Commission et également sur celui du rapporteur (*AMAFI / 18-25*). Le principal point soulevé par l'Association est l'absence d'exemption à la supervision sur base individualisée pour les groupes composés exclusivement d'EI, ce qui, contrairement à l'objectif politique poursuivi, constituerait une augmentation de la contrainte réglementaire pour ces groupes.

Ont été également proposés des amendements relatifs au régime des rémunérations des EI, avec notamment une proposition introduisant une alternative au paiement obligatoire d'une partie de la part variable de la rémunération en instruments pour les EI n'émettant pas de tels titres ou instruments liés.

Ces propositions d'amendements ont été transmises et discutées avec plusieurs députés européens.

**Véronique Donnadiou,
Faustine Fleuret,
Emmanuel de Fournoux**

■ PACTE

Après plusieurs décalages de calendrier, le Projet de loi relatif à la croissance et la transformation des entreprises (PACTE), en cours d'examen par le Conseil d'État, ne devrait être soumis à l'approbation du Conseil des ministres que dans la deuxième quinzaine de juin. Il semble toutefois que le Parlement pourrait en commencer l'examen début juillet.

Le texte, qui comporte des mesures très diverses, intègre aussi différentes dispositions qui intéressent plus ou moins directement les adhérents de

l'AMAFI. Parmi celles-ci, on peut noter celle instaurant un « Plan d'épargne retraite ». C'est en effet un élément puissant de réponse à l'une des préoccupations exprimée de longue date par l'Association quant à la présence d'investisseurs de long terme particulièrement en mesure de diriger, de façon patiente, une force de frappe réelle vers deux classes d'actifs importantes pour la croissance et le renouvellement du tissu économique : le capital-risque et les fonds propres des PME et ETI.

Mais d'autres mesures doivent aussi être soulignées, qu'il s'agisse notamment de simplifier l'accès des entreprises aux marchés financiers ou de renforcer l'attractivité de la Place de Paris dans un contexte de Brexit qui doit entraîner le déplacement sur le territoire de l'Union européenne d'activités aujourd'hui localisées à Londres.

Bien sûr, l'AMAFI suivra attentivement l'évolution de ce texte pendant la discussion parlementaire.

Sylvie Dariosecq

■ BREXIT – PARTICIPATION AU GROUPE PSI DU HCJP

Le Haut Comité Juridique de la Place de Paris (HCJP) a engagé des travaux sur les aspects juridiques liés au Brexit, répartis entre quatre sous-groupes dédiés respectivement à l'assurance, la banque, la gestion collective et l'activité des PSI. L'AMAFI participe à ce dernier groupe dont l'objet est double. D'une part, examiner la question de la continuité des contrats en cours. D'autre part, pour éviter le recours aux délégations excessives, faire des recommandations sur le niveau d'activité minimum à exiger des succursales et filiales d'établissements de pays tiers se localisant sur le territoire de l'Union européenne. Ces travaux devraient donner lieu à un rapport attendu dans le courant de l'été.

Sylvie Dariosecq

■ LOI SAPIN 2 LANCEURS D'ALERTE

L'AMAFI a mis à disposition de ses adhérents, une note synthétisant les dispositions de la Loi Sapin 2 relatives à la protection des lanceurs d'alerte et à la lutte contre la corruption, et précisant l'interaction de ces dispositions avec les dispositifs déjà en place dans le secteur financier (AMAFI / 18-27). Elle a également publié un modèle de cartographie des risques de corruption (AMAFI / 18-28).

Blandine Julé

■ PROTECTION DES DONNÉES (RGPD)

Lancé mi-mars dernier, le Groupe de travail RGPD a tenu sa deuxième réunion début mai. A cette occasion, ont été examinées les questions les plus urgentes du point de vue des établissements qui doivent se mettre en conformité avec un dispositif dont l'entrée en application a eu lieu le 25 mai. Le consentement des personnes concernées, le délégué à la protection des données, ou encore la portabilité des données à caractère personnel ont ainsi été notamment discutés.

Une nouvelle rencontre sera organisée au cours du mois de juin sur la problématique particulière des frictions possibles entre le RGPD et d'autres réglementations majeures relatives aux marchés financiers (MIF 2, MAD/MAR, LCB-FT). Par ailleurs, doivent être examinées les conditions dans lesquelles pourraient être lancés, le cas échéant avec d'autres parties prenantes, des projets de Place concernant notamment la formalisation/standardisation du registre des opérations de traitement des données à caractère personnel d'une part, la portabilité des données entre acteurs des marchés d'autre part.

Faustine Fleuret

■ COMMERCIALISATION DES PRODUITS ESG

Les travaux de l'AMAFI relatifs à la Position AMF 2010-05 (commercialisation des produits dits complexes) ont fait l'objet de discussions avec l'AFG et l'AMF.

Pour rappel, ces travaux visent à mettre en place d'une part, un dispositif spécifique d'encadrement de la commercialisation des produits ayant pour sous-jacent des indices portant sur des thématiques dites ESG et, d'autre part, un catalogue de produits considérés comme les plus standards, pour lesquels ont été pré-décomptés les mécanismes de complexité, conformément à la position précitée.

S'agissant des produits ESG, l'objectif est désormais de publier d'ici l'été un Guide AMAFI-AFG reflétant ainsi une position forte de la Place de Paris en la matière. En ce qui concerne le catalogue, l'AMF entend l'annexer à sa Position qui serait mise à jour en ce sens.

**Pauline Laurent,
Blandine Julé**

■ BLOCKCHAIN



Mi-avril dernier, la Direction Générale du Trésor (DGT) a transmis à l'AMAFI, pour consultation, un projet de décret d'application des ordonnances n° 2016-5201 relative aux bons de caisse et n° 2017-16742 relative à l'utilisation d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé pour la représentation et la transmission de titres financiers (AMAFI / 18-23). Alors que ces ordonnances ouvrent des opportunités pour le financement de l'économie réelle et l'attractivité de la Place de Paris, l'Association souhaite que puisse être exploités tous les avantages que procurent ces technologies au service des acteurs économiques.

Pour l'AMAFI, le dispositif d'enregistrement électronique partagé (DEEP)

– qui fait référence à la *Blockchain* – est un outil qui permet l'inscription de certains instruments financiers au même titre qu'un registre papier ou une feuille Excel. Par conséquent, le recours au DEEP par un émetteur ne doit pas le contraindre plus lourdement que si celui-ci enregistre ses titres dans un compte, comme c'est le cas aujourd'hui.

C'est pourquoi l'Association s'est déclarée favorable à l'orientation prise par la DGT de ne pas imposer des obligations supplémentaire à l'émetteur, ou son mandataire, ou de lui imposer un nouveau statut, au motif qu'il utilise les nouvelles technologies financières. En revanche, ce choix implique une compréhension approfondie de la *Blockchain* et de son fonctionnement. Il est donc indispensable que le DEEP respecte des exigences minimales en matière de cybersécurité, et permette à l'émetteur, ou son mandataire, de remplir les obligations qui lui incombent lorsqu'il tient le registre.

Les enjeux inhérents à la révolution technologique dans le monde financier sont nombreux, et l'AMAFI entend continuer à contribuer aux travaux menés en la matière qui n'en sont encore qu'à leurs prémices.

Emmanuel de Fournoux, Faustine Fleuret

■ RAPPORT DE L'AMAFI SUR SES ACTIVITÉS DE REPRÉSENTANT D'INTÉRÊTS

Conformément aux dispositions résultant du dispositif « Transparence de la vie publique » prévue par la Loi Sapin 2, l'AMAFI est enregistrée depuis le 20 novembre 2017 comme représentant d'intérêts sur le site de la Haute Autorité pour la Transparence de la Vie Publique (HATVP).

A ce titre, elle a publié fin avril sur ce même site, le rapport retraçant les actions de représentant d'intérêts qu'elle a menées au cours du second semestre 2017.

Sylvie Dariosecq

■ LCB-FT

Le 20 avril 2018 a été publié le décret n° 2018-824 qui, pour renforcer le dispositif français de lutte contre le blanchiment et le financement du terrorisme (LCB-FT), apporte les précisions réglementaires nécessaires à la mise en œuvre de l'ordonnance du 1^{er} décembre 2016 (AMAFI / 17-11). L'AMAFI a publié une version consolidée de ce décret (AMAFI / 18-26).

En outre, les travaux de la Commission consultative LCB-FT de l'ACPR visant à mettre à jour la doctrine de l'Autorité se poursuivent et l'AMAFI y participe activement. Sont actuellement en discussion, des lignes directrices visant à encadrer l'identification et la vérification de l'identité du client et de ses éventuels bénéficiaires effectifs.

Blandine Julé

FISCALITÉ

■ CONFÉRENCE AMAFI-FIDAL, ACTUALITÉ FISCALE, 31 MAI 2017

L'AMAFI a organisé le 31 mai dernier, en partenariat avec le Cabinet FIDAL, la cinquième édition de sa conférence sur l'actualité fiscale du secteur financier (contrôle fiscal, contentieux, jurisprudence), avec cette année une thématique supplémentaire qui prend de l'importance : la gouvernance et la conformité fiscale et

notamment les nouvelles obligations en termes d'organisation et de gouvernance pour les entreprises financières.

La conférence s'est ainsi articulée autour de quatre grands thèmes présentés par un panel pluridisciplinaire d'experts du cabinet FIDAL : fiscalité directe, TVA,

gouvernance fiscale (CRS, crédits d'impôts – retenues à la source, taxes opérationnelles...) et international (BEPS, ATAD, BREXIT, ETNC...).

Une présentation, élaborée par la dizaine d'avocats intervenant au cours de cette conférence, est disponible sur le site web de l'AMAFI.

Eric Vacher

ZOOM AMAFI

■ RÉVOLUTION NUMÉRIQUE

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

« **Révolution numérique : un nouvel élan pour la finance de marché ?** »

Comment les innovations technologiques issues du *Big data* s'appliquent-elles à l'industrie financière des marchés ? Changent-elles les pratiques voire la nature même des marchés ? Quels en sont les atouts et les risques ? Quelle vision à terme de la finance de marché ? Autant de questions auxquelles l'ouvrage entend apporter des réponses, grâce à la contribution d'une palette d'auteurs français et internationaux.

Un débat public est organisé à l'occasion de la sortie de cette publication :



Mercredi 20 juin à 18 heures.

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

Philippe Bouyoux

a CTIVITÉS

AMAFI

Chiffres clés du
01/05/2017 au
01/05/2018

- 26** Réponses à des consultations publiées ou en cours
- 20** Notes de position / de problématique
- 19** Notes d'information
- 13** 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
- **Faustine Fleuret**
01 53 83 00 73 - ffleuret@amafi.fr
- **Emmanuel de Fournoux**
01 53 83 00 78 - edefournoux@amafi.fr
- **Chloé Gonzalez**
01 53 83 00 76 - cgonzalez@amafi.fr
- **Blandine Julé**
01 53 83 00 81 - bjule@amafi.fr
- **Pauline Laurent**
01 53 83 00 87 - plaurant@amafi.fr
- **Alexandra Lemay-Coulon**
01 53 83 00 71 - alemaycoulon@amafi.fr
- **Bertrand de Saint Mars**
01 53 83 00 92 - bdesaintmars@amafi.fr
- **Eric Vacher**
01 53 83 00 82 - evacher@amafi.fr



**LE COCKTAIL ANNUEL
DE L'AMAFI
AURA LIEU
MARDI 19 JUIN 2018
AU PALAIS BRONGNIART**

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