

LA SUPERVISION EUROPÉENNE PREND DU GALON



EDITO *Le Ministre de l'Économie a lancé fin octobre un Plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises (PACTE) comprenant six volets. Sur l'un d'eux, dédié au financement, l'AMAFI a été auditionnée par le député Jean-Noël Barrot (Modem), en charge de cette question avec Alice Zagury (Présidente de The Family). Cette audition a été l'occasion de rappeler les grands éléments de l'analyse de l'Association, particulièrement en ce qui concerne l'enjeu attaché au développement des fonds propres et au renforcement de l'investissement à long terme (AMAFI / 17-75).*

Des premières propositions en ce sens, dans le droit fil de celles déjà exprimées fin 2016, dans la Lettre ouverte aux candidats à la Présidence de République (AMAFI / 16-47), ont été formulées début novembre. L'une d'entre elles concerne la réactivation du Fonds de réserve des retraites qui, au-delà du soutien apporté à un système par répartition aujourd'hui fragilisé, est en mesure de disposer d'une force de frappe réelle pouvant être dirigée de façon conséquente et patiente vers les classes d'actifs importantes pour la croissance et le renouvellement du tissu économique que sont le capital-risque et les fonds propres des PME et ETI.

L'AMAFI poursuit ses travaux, en liaison avec les autres composantes de la Place, dans la perspective annoncée de l'examen en avril prochain d'un projet de loi par le Conseil des Ministres.

Bertrand de Saint Mars

Délégué général adjoint de l'AMAFI

SOMMAIRE

DOSSIER	P 2-3
NEWS / INTERNATIONAL - EUROPE - FRANCE	P 4-6
FISCALITÉ	P 7
ZOOM AMAFI	P 8

Construire une supervision financière européenne renforcée, telle est l'ambition de la Commission européenne sur fond de Brexit. Explications.

LA SUPERVISION EUROPÉENNE PREND DU GALON

Que de chemin parcouru depuis le lancement en 1999 du Plan d'action pour les services financiers ! Bruxelles ambitionnait alors de réaliser une harmonisation de la réglementation financière en Europe. Le chantier était pharaonique. Moins de 20 ans plus tard, c'est chose largement faite. Une part de plus en plus importante de la réglementation financière qui s'applique dans les Etats membres aujourd'hui est d'origine européenne. Seulement voilà, un même texte ne signifie pas une même application par différents régulateurs. Certes, une supervision financière unique assurerait une application uniforme des règles dans toute l'Union. Mais avant d'en arriver là, il faut continuer à progresser sur la convergence de la supervision. Le 20 septembre dernier, la Commission européenne a présenté une réforme ambitieuse en ce sens, saluée par la France.

Au commencement était CESR

L'aventure de la supervision financière européenne commence au début des années 2000 lorsque Bruxelles crée trois comités techniques pour conseiller la Commission européenne dans le cadre de l'élaboration des réglementations financières. L'un, dénommé *Committee of European Securities Regulators* (CESR - prononcer César), est en charge des marchés financiers, un deuxième des banques, le troisième des assurances. Ces comités ont un rôle modeste. Leur mission principale consiste à proposer les mesures d'application des textes législatifs et réglementaires adoptés par le Parlement. Ils disposent aussi de pouvoirs embryonnaires à l'égard des régulateurs nationaux. La crise des *subprimes* en 2008 marque un tournant dans l'histoire de ces comités. L'Europe comprend vite en effet qu'il faut mettre en œuvre une véritable supervision au

niveau de l'Union. Dans un rapport publié au mois de février 2009 sur les conséquences à tirer de la crise, Jacques de Larosière émet un certain nombre de propositions pour renforcer le système financier européen, parmi lesquelles figure l'idée de transformer les comités en véritables autorités de supervision. C'est ainsi que le 1^{er} janvier 2011, sont créés l'Autorité bancaire européenne, l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles et l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF), plus connues sous leurs acronymes anglais respectifs : EBA, EIOPA, ESMA. L'AEMF se voit confier son premier pouvoir de supervision directe qui porte sur les agences de notation. Elle est également dotée de pouvoirs renforcés en matière d'harmonisation de l'application des règles financières. A l'époque certains sont déçus que l'on n'aille pas plus vite et plus loin. D'autres, plus optimistes, considèrent que l'essentiel du chemin est fait : les autorités de supervision européennes sont en place. Il sera toujours temps de renforcer progressivement leurs pouvoirs au fur et à mesure des nécessités. En 2015, Fabrice Demarigny, avocat associé chez Mazars, publie à la demande de Michel Sapin alors ministre des finances et des comptes publics un rapport pour encourager l'évolution de ces autorités. L'intéressé connaît intimement l'institution puisqu'il a été le secrétaire général de CESR. Dans son rapport intitulé « 25 recommandations pour une Union des marchés de capitaux fondée sur l'investissement et le financement ». Fabrice Demarigny recommande de lever les obstacles juridiques mineurs qui empêchent l'AEMF d'exercer effectivement ses pouvoirs de médiation, recommandation et action de crise envers les régulateurs nationaux. Il préconise également de créer un directoire composé du Président de l'autorité et de quelques membres siégeant à temps plein au Conseil des superviseurs.

« L'idée est de créer un organe qui porte une voix européenne au sein de la gouvernance d'ESMA et transcende les intérêts nationaux qu'expriment les présidents des 28 régulateurs nationaux qui siègent au Conseil des superviseurs » confie l'auteur.

Beaucoup de nouveaux pouvoirs directs

En présentant sa proposition de réforme le 20 septembre dernier, la Commission européenne témoigne de sa volonté politique de franchir une nouvelle étape dans le processus d'édification d'une supervision européenne financière. L'ambition de construire l'Union des marchés de capitaux, initiée en 2015 par la Commission européenne, y est pour beaucoup. L'objectif de l'UMC consiste à améliorer l'accès au financement des entreprises et des projets d'infrastructure, aider les PME à se financer, améliorer la circulation des capitaux en Europe, diversifier le financement de l'économie et réduire le coût du capital. Or, « tant qu'un marché n'est pas intégré au niveau communautaire, on peut tolérer d'éventuelles interprétations nationales divergentes d'une même réglementation européenne dans les Etats membres. Mais dès que le marché s'intègre et que les flux financiers transfrontière s'accroissent, ne pas bénéficier d'un niveau de protection et de transparence uniforme est pénalisant pour les investisseurs et crée une concurrence déloyale entre acteurs du marché » explique Fabrice Demarigny. D'où l'impérieuse nécessité de parachever l'harmonisation des règles par celle de leur application. Ce n'est pas la seule raison qui motive la Commission. Le Brexit y est aussi pour quelque chose dans la mesure où jusqu'ici la Grande-Bretagne s'est toujours opposée à une supervision européenne unique. Sa décision de quitter l'Union permet à la Commission de relancer les travaux en même temps que le Brexit renforce la nécessité d'une



NATASHA CAZENAVE,
 SECRÉTAIRE GÉNÉRALE
 ADJOINTE EN CHARGE
 DE LA RÉGULATION
 ET DES AFFAIRES
 INTERNATIONALES À L'AMF

Comment l'AMF analyse-t-elle les propositions de la Commission ?

L'AMF accueille très favorablement et soutient ce projet car dans le cadre de l'Union des marchés de capitaux (UMC), il est souhaitable de mettre en œuvre une plus grande harmonisation des pratiques de régulation. C'est une étape fondamentale dans la construction d'une réelle supervision européenne des marchés financiers. L'objectif à terme n'est pas la disparition des superviseurs nationaux mais l'institution d'une supervision européenne partout où c'est pertinent. D'une manière générale, nous estimons que le projet de la Commission est équilibré car il procède à la fois à un renforcement des pouvoirs directs de l'AEMF dans des domaines ciblés et à un renforcement de ses pouvoirs de coordination et de convergence. C'est une bonne chose, par exemple, de lui confier un pouvoir direct sur les indices critiques et les chambres de compensation de taille importante. De même, renforcer son rôle à l'égard des pays tiers permet à la fois de donner une interprétation unique des textes et d'offrir aux acteurs des pays tiers un seul point d'entrée.

Y a-t-il dans ce texte des éléments manquants ou des défauts à corriger ?

Le texte nous paraît satisfaisant en ce qu'il permet de faire un pas vers une plus grande harmonisation européenne en renforçant la gouvernance de l'AEMF et en accroissant ses pouvoirs et ses moyens. Nous nous étions exprimés en faveur d'une telle réforme en réponse à la consultation de la Commission européenne au mois de mai dernier. Bien sûr, il peut y avoir des points à améliorer ici et là. Par exemple, nous pensons qu'il serait judicieux de faire de l'AEMF, dans un horizon à déterminer, un réel centre de collecte de données pour toute l'Union ou encore que la proposition aurait pu aller plus loin dans l'harmonisation de la supervision des prospectus. Nous sommes également attentifs aux préoccupations des acteurs qui craignent que cette réforme ne conduise à alourdir les procédures.

Que va apporter cette réforme à l'Europe ?

Nous avons commencé par édicter des règles communes en matière financière « single rule book ». Nous devons désormais nous assurer concrètement qu'elles sont appliquées de la même façon par tous les régulateurs. C'est l'objet de ce texte qui vise à uniformiser la supervision afin d'éviter les arbitrages réglementaires. Cela permettra d'éviter que les mêmes règles soient appliquées différemment, ce qui peut pénaliser les acteurs, lorsqu'ils sont transfrontières par exemple, ou au contraire leur permettre de choisir leur superviseur en fonction de l'interprétation qui leur convient. C'est aussi important dans le cadre du Brexit que l'Union réfléchisse sur son organisation de façon à savoir répondre aux demandes qui émaneront des acteurs britanniques après le Brexit.

supervision renforcée pour éviter qu'une fois les Britanniques partis, des pays ne jouent les mieux-disant réglementaire ou de supervision, rompant ainsi la position commune de l'Union à l'égard de la Grande-Bretagne.

Financement entièrement privé

Parmi les évolutions proposées par la Commission figure une réforme de la gouvernance de l'AEMF : la création d'un comité exécutif de 5 membres à temps plein nommés par le Parlement sur la base de critères de compétence et d'indépendance. Son rôle consistera à préparer les décisions à prendre par le *Board* des superviseurs (composé des présidents des superviseurs nationaux), mais aussi à définir le programme de travail et le budget de l'institution. Le projet de la Commission prévoit également de renforcer les pouvoirs de supervision directs de l'AEMF. Lors de sa création, les agences de notation étaient dans le viseur. Très naturellement, elles avaient donc été les premiers acteurs financiers placés sous la supervision directe de l'AEMF. Récemment, ce sont les taux d'intérêt type Libor qui ont occupé la une de l'actualité et donc conduit la Commission à placer les deux principaux taux de référence de la zone euro, EURIBOR et EONIA, sous la supervision directe de l'AEMF. L'autorité européenne se voit également confier de nouvelles missions dont celle d'assurer la gestion centralisée des fournisseurs de données de MIF 2, coordonner les enquêtes en matière d'abus de marché transfrontaliers, être le point d'entrée unique pour les prospectus d'envergure européenne et superviser les fonds d'investissements collectifs européens. Enfin, le financement de l'institution est modifié. Actuellement, l'AEMF est financée à 40% par l'Union et 60% par les autorités nationales. La Commission

voudrait que le financement à l'avenir soit entièrement assuré par le privé c'est-à-dire par les acteurs supervisés qui contribueront en fonction de leur taille et des secteurs auxquels ils appartiennent.

Globalement, cette réforme est saluée et soutenue par la France (voir interview). Toutefois, les professionnels soulignent quelques points de vigilance. D'abord ils se méfient de l'éloignement du superviseur. Il est en effet plus simple de dialoguer avec un superviseur national qui connaît bien le marché et ses acteurs qu'avec une autorité européenne par définition éloignée et qui raisonne à un niveau supranational. Ils souhaitent donc une claire ligne de partage entre ce qui relève de l'AEMF pour des raisons objectives et légitimes (questions transfrontalières, entités européennes, rapport avec les pays tiers) de ce qui doit continuer d'être du ressort des autorités nationales. Par ailleurs, ils sont inquiets concernant le financement. « Nous sommes favorables à une augmentation des moyens de l'AEMF mais il ne faut pas en arriver à payer deux fois, une fois pour l'AMF et une fois pour l'autorité européenne. Par ailleurs, on peut comprendre que les petits pays paient moins que les grands, mais alors comment justifier la règle actuelle « un pays, une voix » ? Sans aller jusqu'à voter à hauteur de ce qu'on paie, il faut trouver une solution équitable » observe Bertrand de Saint Mars, délégué général adjoint de l'AMAFI. La réforme ne sera pas opérationnelle avant deux ans, en raison de la lourdeur de la procédure législative. « Plutôt que d'engager un processus de réforme tous les 5 ans, il pourrait être judicieux de mettre en place un système plus dynamique permettant à l'autorité d'évoluer au fur et à mesure que le marché s'intègre et qu'il est démontré que l'efficacité de la supervision est supérieure au niveau européen » estime Fabrice Demarigny.

Olivia Dufour

■ RENCONTRE ICSA - CSF, BÂLE, 14 NOVEMBRE 2017

L'International Council of Securities Associations (ICSA), sous la présidence de Pierre de Lauzun depuis mai dernier, a rencontré pour la deuxième fois le Conseil de stabilité financière (CSF ou FSB) à Bâle mi-novembre. Les sujets à l'ordre du jour couvraient la normalisation des politiques monétaires et notamment leur impact incertain sur les marchés de *fixed income*, les enjeux en termes de stabilité soulevés par les *hedge funds* utilisant les effets de levier, les risques d'un affaiblissement de la coopération internationale et d'une fragmentation des marchés, la gouvernance d'entreprise et la rémunération comme outils de prévention des mauvais comportements, les liens potentiels entre localisation et risques pour la stabilité, ou encore la cyber criminalité.

Le Secrétaire général du Comité et ses équipes ont marqué leur intérêt pour un dialogue nourri avec l'industrie et par toute contribution qui pourrait alimenter l'analyse des risques potentiels pour la stabilité des marchés tels que, par exemple, les risques pour la liquidité des marchés en cas de choc. L'ICSA entend d'autant plus répondre à cette attente que la capacité d'impulsion du CSF est forte en termes de réforme des marchés financiers.

Véronique Donnadieu

■ RÉUNION INTÉRIMAIRE ICSA, LONDRES, 15 NOVEMBRE 2017

L'ICSA a tenu sa réunion intérimaire à Londres, le 15 novembre, accueillie par l'AFME, *Association for Financial Markets in Europe*. Outre les sujets liés au programme de travail de l'Association et le Brexit, l'ISDA (*International Swaps Dealers Association*), a présenté ses travaux sur les taux interbancaires (*IBORs*) dans un contexte où la nouvelle réglementation sur les indices entre en vigueur début janvier 2018 et où la FCA a décidé la sortie progressive du *LIBOR* d'ici fin 2021. Les travaux de l'ISDA, mandaté pour ce faire par le CSF, portent sur les solutions de rechange aux taux interbancaires.

Véronique Donnadieu

■ TRANSPARENCE DES OBLIGATIONS D'ENTREPRISE

Le 14 août dernier, dans la continuité de son rapport sur la liquidité du marché des obligations d'entreprise publié le 7 mars (*Examination of Liquidity of the Secondary Corporate Bond Markets*), l'OICV a mis en consultation sept recommandations visant à renforcer la transparence sur ces marchés au bénéfice des autorités de régulation, mais aussi du public (*Regulatory reporting and public transparency in the secondary corporate bond markets*).

L'AMAFI estime que les recommandations générales proposées par l'OICV sont tout à fait pertinentes (*AMAFI / 17-67*). D'une part, l'information au régulateur est un élément indispensable pour que celui-ci puisse assurer sa mission de veille en matière d'intégrité du marché. D'autre part, pour autant qu'elle soit bien calibrée, la transparence pré et post-négociation permet d'améliorer le processus de formation du prix. Ces recommandations sont d'ailleurs pour certaines d'entre elles déjà mises en œuvre en Europe, ou le seront à compter de l'entrée en application de MIF 2 avec un contenu informatif beaucoup plus important que celui préconisé par l'OICV.

L'Association a par ailleurs saisi cette opportunité pour rappeler les principes qui devraient prévaloir dans l'élaboration de la réglementation - comme la progressivité, la flexibilité et la proportionnalité -, et qui ont fait défaut en Europe s'agissant de la révision de MIF.

Emmanuel de Fournoux, Faustine Fleuret

■ TRAITEMENT PRUDENTIEL DES EI

Fin septembre, l'Autorité Bancaire Européenne (ABE) a transmis à la Commission européenne son opinion sur le nouveau traitement prudentiel des entreprises d'investissement (*EBA/Op/2017/11*). Il appartient désormais à la Commission de rédiger une proposition législative d'ici la fin de l'année 2017. L'AMAFI, qui suit le dossier depuis novembre 2016, est en train d'examiner l'opinion de l'ABE dans la perspective des travaux que doivent mener maintenant la Commission puis les colégislateurs. Tout l'enjeu est de mettre en place un régime qui, tout en étant mieux adapté aux activités exercées par les EI, soit cohérent avec celui applicable aux établissements de crédit lorsqu'ils exercent les mêmes activités. Par ailleurs, il est important que le nouveau régime permette de maintenir la possibilité d'une supervision sur base consolidée pour les groupes comportant à la fois des établissements de crédit et des entreprises d'investissement.

Emmanuel de Fournoux, Faustine Fleuret

■ ABUS DE MARCHÉ (MAR)

L'AEMF a publié le 1^{er} septembre dernier une nouvelle mise à jour de son document de questions-réponses (*ESMA/70-145-111*), qui complète le niveau 3 de MAR. L'AEMF y apporte des précisions sur les responsabilités réciproques des émetteurs et des personnes agissant pour leurs comptes concernant l'élaboration des listes d'initiés. Elle précise ainsi que les personnes agissant pour le compte de l'émetteur, tels que les « *conseils* » (y compris les PSI conseils) établissent et mettent à jour leurs propres listes d'initiés, en vertu de l'article 18.1 de MAR, dont l'émetteur n'est pas responsable. L'AEMF confirme ainsi l'analyse menée par l'AMAFI et l'ANSA (Association Nationale des Sociétés par Actions) relayée auprès d'elle et de la Commission européenne (*AMAFI / 17-39*) en mars dernier.

Pauline Laurent, Chloé Gonzalez

■ PRIIPs

L'AMAFI a mis à jour son document de questions-réponses, dont la première version avait été publiée début février pour tenir compte non seulement des nouveaux éléments rendus disponibles cet été par les autorités européennes de supervision et la Commission européenne, mais aussi, plus généralement, de l'évolution des réflexions qu'elle mène sur ce sujet, notamment sur les produits dérivés (*AMAFI / 17-71*).

Pauline Laurent, Blandine Julé

■ BENCHMARKS

A la demande de ses adhérents, l'AMAFI a organisé fin septembre une réunion du groupe de travail dédié à ce sujet afin d'échanger sur des problématiques opérationnelles rencontrées dans la mise en œuvre des obligations de *Benchmarks*. A la suite de cette réunion, un certain nombre de difficultés, principalement liées à l'interprétation de la réglementation, ont été remontées aux services de l'AMF.

Pauline Laurent, Blandine Julé

RÉFORME DES AUTORITÉS EUROPEENNES DE SUPERVISION

La Commission européenne a publié le 20 septembre 2017 sa proposition de réforme du cadre des trois autorités européennes de supervision (AES) : l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF/ESMA), l'Autorité bancaire européenne (ABE/EBA) et l'Autorité européenne du secteur de l'assurance et des pensions professionnelles (AEAPP/EIOPA).

L'AEMF se voit ainsi confier de nouveaux pouvoirs en matière de supervision directe dans des domaines d'importance stratégique ou dont la dimension transfrontalière est significative tout en voyant ses modalités de gouvernance et de financement renforcées. La Commission prend également acte des nouveaux défis que représentent les technologies financières et la finance durable en les intégrant dans les mandats des autorités. Les AES se voient par ailleurs confier un rôle accru dans la surveillance des entités de pays tiers actives au sein de l'UE.

Si l'AMAFI soutient les orientations générales de la proposition de la Commission, particulièrement en ce qui concerne l'évaluation et le suivi des accords d'équivalence avec les pays-tiers, elle estime néanmoins que certains aspects doivent encore être approfondis. Elle a ainsi notamment souligné ses préoccupations en ce qui concerne :

- La faiblesse des interactions entre l'AEMF et les parties prenantes alors que celles-ci sont pourtant essentielles pour assurer une régulation de qualité reposant sur la compréhension des problématiques auxquelles sont confrontées ces parties prenantes.
- La nécessité que l'organe indépendant qui constitue le nouveau Conseil exécutif soit composé de personnalités de haut niveau qui, par leur expérience, seront en mesure de dégager une vision stratégique.
- La nécessité que l'accroissement des pouvoirs de l'AEMF soit limité aux domaines où une approche paneuropéenne est justifiée, les problématiques nationales ou régionales devant avant tout être traitées par les superviseurs locaux qui ont une meilleure connaissance des besoins des émetteurs et des investisseurs, et avec qui les participants de marché ont l'habitude d'interagir.
- L'importance d'un pouvoir de sanction crédible, et donc efficace, qui suppose qu'il soit exercé dans le cadre d'une procédure non susceptible d'être remise en cause.
- Le manque de précision du projet en ce qui concerne le financement du dispositif, un simple renvoi à un acte délégué n'étant pas suffisant en la matière.

Véronique Donnadieu

MIF 2

Avis d'exécution

Face aux difficultés rencontrées par ses adhérents dans la mise en œuvre des obligations relatives aux avis d'exécution, l'AMAFI a alerté l'AMF sur l'importance des développements informatiques requis pour l'émission d'avis conformes aux exigences MIF 2. Un délai supplémentaire de 6 mois est ainsi estimé indispensable pour achever ces développements.

European MiFID Template

L'European Working Group (EWG), qui rassemble un panel d'acteurs financiers en Europe, établissements et associations professionnelles, dont l'AMAFI, a achevé cet été l'élaboration de son format standard d'échanges d'informations entre producteurs et distributeurs dans le contexte de MIF 2 (*European MiFID Template - EMT*). Au cours du troisième trimestre 2017, de nouvelles réunions ont été organisées, à un rythme soutenu, afin de faire émerger un consensus sur la manière de compléter ce fichier en vue de permettre ainsi la publication d'un document de questions-réponses. L'AMAFI a participé très activement à ces réunions afin d'y défendre le point de vue de ses adhérents. L'EMT est disponible sur le site de l'AMAFI.

Exigences d'adéquation

L'AMAFI a répondu le 12 octobre dernier à la consultation lancée par l'AEMF en juillet sur des propositions d'orientations concernant « *certain aspects relatifs aux exigences d'adéquation* » telles que prévues par MIF 2. A cette occasion, l'Association a souligné que l'AEMF ne prenait pas assez en considération le principe de proportionnalité, notamment s'agissant de produits simples et/ou de clients sophistiqués. Elle a également insisté sur la nécessité, pour les professionnels, de pouvoir mettre en œuvre des processus automatisables. Enfin, elle a demandé la suppression des exigences qu'elle considère redondantes avec celles relatives à la gouvernance produits (*AMAFI / 17-66*).

Financement de la recherche

L'AFG et l'AMAFI ont publié début novembre une convention-type relative à la fourniture de prestations de recherche, ainsi qu'une note explicative, dont l'objet est d'encadrer la relation entre les fournisseurs de recherche et leurs clients dans un cadre conforme aux exigences de MIF 2 en termes d'incitations liées à la recherche. La Convention-type, également disponible en anglais, est utilisable quel que soit le statut du producteur de recherche, et le statut de l'entité qui la reçoit.

Gouvernance produits Produits vanilles et dérivés

Après la publication de la seconde version du Guide AMAFI de mise en œuvre des obligations de gouvernance produits fin juillet dernier (*AMAFI / 17-53*), conçu prioritairement pour les produits structurés, l'AMAFI s'est attachée à examiner l'application de ces obligations à d'autres typologies de produits. Ainsi, plusieurs réunions de travail ont été organisées avec les Comités et Groupes concernés et ont abouti à la rédaction de deux nouvelles annexes : l'une dédiée aux « produits vanilles », telles que les actions et obligations, l'autre sur les instruments financiers dérivés.

Après une phase d'échanges avec l'AMF, l'AMAFI entend publier une nouvelle mise à jour du Guide complété de ces deux annexes.

Information sur les coûts

Suite aux nombreux échanges que l'Association a pu avoir sur ce sujet, tant avec ses membres qu'avec les services de l'AMF, ceux de l'AEMF ou d'autres associations professionnelles, l'AMAFI a publié un document permettant de fournir à ses adhérents des éléments d'appréciation pour la mise en œuvre de ces nouvelles obligations (*AMAFI / 17-76*).

**Sylvie Dariosecq,
Emmanuel de Fournoux,
Pauline Laurent, Chloé Gonzalez,
Faustine Fleuret, Blandine Julé**

EUROPE

■ RÉUNION EFSA, MADRID, 6-7 NOVEMBRE 2017

L'EFSA, *European Forum of Securities Associations*, a tenu sa réunion de travail semestrielle à Madrid, organisée par l'Association espagnole AMF (*Asociación de Mercados Financieros*). A quelques semaines de l'entrée en application de MIF 2, une grande partie de la rencontre a été consacrée à ce sujet : état des lieux des transpositions au sein des différents pays, déclaration des transactions aux régulateurs, régime de transparence post-négociation, coûts et charges, gouvernance produits.

Les échanges ont permis de constater que les problèmes et difficultés rencontrés dans les pays membres de l'EFSA étaient convergents. Les discussions ont également porté sur les travaux menés au sein de chaque association relatifs à la réglementation sur les dispositifs abus de marché et PRIIPs.

Une attention particulière a par ailleurs été portée aux problématiques de mise en œuvre propres à la législation en matière de protection des données, aux travaux relatifs au traitement prudentiel des entreprises d'investissement ainsi qu'aux problématiques fiscales.

**Emmanuel de Fournoux,
Pauline Laurent**

FRANCE

■ SIMPLIFICATION ET « DÉ-SURTRANSPOSITION »

La DGT interroge les professionnels sur la simplification et la « dé-surtransposition » en matière financière et ce, en vue d'accroître l'attractivité financière de la Place. L'enjeu est de lutter contre les situations dans lesquelles, lors de l'insertion d'un texte européen dans le corpus législatif ou réglementaire, la norme française va au-delà de ce que requiert ce texte, créant ainsi un handicap particulier pour les acteurs établis en France par rapport à leurs concurrents d'autres États membres. Les éléments de réponse de l'AMAFI seront disponibles sur le site de l'Association courant décembre.

Sylvie Dariosecq, Chloé Gonzalez

■ BLANCHIMENT

L'AMAFI continue de participer aux actions du groupe de travail de la DGT, en charge de finaliser la transposition de la 4^{ème} directive en droit français, et de la Commission consultative (CC LCB-FT) de l'ACPR. Pour tenir compte des évolutions de la 4^{ème} directive, l'ACPR travaille actuellement à la mise à jour de ses lignes directrices notamment celles concernant la déclaration de soupçon ou l'identification des bénéficiaires effectifs.

Blandine Julé

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

Dans la continuité de la démarche initiée en 2015 et compte tenu du succès rencontré lors des sessions précédentes, l'AMF a souhaité que l'AMAFI, au travers de l'implication de membres de son Comité Conformité, continue d'animer des ateliers lors de la session de formation des RCSI organisée en novembre 2017. Dans un contexte où les enjeux liés à cette fonction sont plus nombreux et plus lourds, cela a été, une fois de plus, l'occasion de développer de façon interactive des situations concrètes auxquelles peuvent être confrontés les futurs responsables de la conformité et leurs équipes.

Pauline Laurent

■ BLOCKCHAIN

Début octobre, l'AMAFI, l'AFTI et la FBF ont répondu conjointement à la consultation de la DGT sur son projet d'ordonnance sur l'application de la *Blockchain* pour la représentation et la transmission des titres non cotés (loi Sapin 2), dont la publication est attendue d'ici début décembre (AMAFI / 17-63). Ce projet a été accueilli favorablement par les associations, dont les

remarques formulées lors de la première consultation de la DGT avant l'été ont été majoritairement prises en compte. Ainsi, l'inscription de titres dans une *Blockchain* équivaut à l'inscription dans un compte titres. Cependant, les associations ont mis en exergue certains points d'attention :

- Le « dispositif d'enregistrement électronique partagé » (DLT) n'est pas défini alors qu'il le devrait.
- Il n'existe pas de distinction entre *Blockchain* publique (ouverte à tous) et *Blockchain* privée (accès restreint à certains participants). Or, dans ce second cas, le ou les administrateurs du DLT devraient être règlementés, selon la logique « même métier, même réglementation ».
- La prudence et la vigilance doivent être maintenues quant aux conditions d'intégration des nouvelles technologies financières, dont la *Blockchain*, dans un environnement où les enjeux de sécurité sont particulièrement vifs.

Emmanuel de Fournoux, Faustine Fleuret

CONFÉRENCE

**RENCONTRES EURO PP,
14 NOVEMBRE 2017**

La troisième édition des Rencontres Euro PP a eu lieu cette année dans le cadre des Journées de l'AFTE, le 14 novembre dernier, au Palais Brongniart. Tout au long de l'après midi, les nombreux émetteurs présents ont pu découvrir ou renforcer leurs connaissances sur l'Euro PP et les atouts qu'il présente face aux autres solutions de financement. Au cours d'une séance plénière et de deux ateliers dédiés, les intervenants, représentant toutes les composantes du marché de l'Euro PP, ont pu évoquer dans le détail ces atouts ainsi que les différents aspects de la relation entre l'emprunteur et les investisseurs, avant, pendant et après la réalisation de l'opération. Différentes innovations (réglementaires, technologiques) ont été présentées.

Point d'orgue de ces Rencontres, un espace dédié a permis au cours de l'après midi aux émetteurs qui le souhaitent de rencontrer différents acteurs de l'Euro PP, arrangeurs et avocats, partenaires des Rencontres. L'AMAFI a, comme par le passé, joué un rôle clé dans l'organisation des Rencontres. L'après midi a été clôturée par le président de l'AMF qui a rappelé l'importance que l'Autorité attachait au développement de ce marché en France et à l'international et sa détermination à aider les acteurs à lever les freins encore existants.

Sylvie Dariosecq

FISCALITÉ

■ FISCALITÉ DE L'ÉPARGNE ET FINANCEMENT DES ENTREPRISES BAROMÈTRE AMAFI

Afin d'évaluer le degré d'attractivité de la France en matière de financement des entreprises, l'AMAFI élabore chaque année un Baromètre fiscal. La publication de l'édition 2017 (AMAFI/17-65) s'inscrit dans un contexte où les pouvoirs publics engagent clairement de profondes modifications destinées à orienter l'épargne vers le financement des entreprises. Aussi, le Baromètre 2017, au-delà de la photographie de l'année, s'est attaché à prendre en compte les perspectives fixées par le PLF2018 et le PLFSS2018.

Le principal enseignement pour 2017 reste clair : au-delà de l'extrême complexité de sa fiscalité de l'épargne, la France taxe ses résidents investissant dans leur économie beaucoup plus lourdement que ses voisins, ce qui constitue un lourd handicap pour le financement des entreprises qui développent leurs activités sur notre territoire. Mais au-delà de ce premier constat, la fiscalité française sur le capital se distingue également, jusqu'en 2017, par ses caractéristiques atypiques :

- Une forte progressivité de l'impôt sur les revenus des capitaux mobiliers (allant de 0 à plus de 60%), alors que les autres pays privilégient un taux forfaitaire unique de l'ordre de 25 à 30%.
- Des prélèvements sociaux proportionnels qui s'ajoutent à l'impôt sur les revenus.
- Le cas échéant, un troisième impôt progressif, l'ISF, calculé sur la détention de capital, (que les autres pays n'ont pas ou ont supprimés depuis longtemps).

Mais dès 2018, les nouvelles priorités affectées à la fiscalité et traduites dans les projets de lois de finance en cours de discussion au Parlement vont permettre de concrétiser les orientations que l'AMAFI appelle de ses vœux depuis de nombreuses années. Dans un comparatif avant/après, le Baromètre AMAFI permet de tirer les principaux enseignements de cette évolution, à savoir :

- Pour rémunérer ses apporteurs de fonds propres et de fonds d'emprunt, le coût fiscal supporté par l'entreprise française reviendra au niveau de celui de ses concurrentes allemandes et britanniques.
- La France passera en ce qui concerne l'épargne financière, d'un dispositif complexe à taux progressifs élevés à un paysage simplifié, plus lisible pour l'investisseur et se situant dans les standards internationaux.

- La fiscalité de l'épargne participant le plus au financement de l'économie sera notablement allégée (intérêts, dividendes, plus-values) avec des diminutions de taux effectifs d'imposition pouvant atteindre -28,2 % dans le cas des intérêts et des plus-values et -10,2 % dans le cas des dividendes.

Cette évolution n'est toutefois pas une révolution car si la France rejoint ainsi les standards internationaux, elle le fait dans le haut de la fourchette des taux d'imposition.

Eric Vacher

■ LOIS DE FINANCE

Le débat parlementaire sur les textes budgétaires de fin d'année se poursuit autour des grandes orientations définies par le gouvernement : accroître l'attractivité française et redonner de la compétitivité aux entreprises, soutenir le financement de l'investissement productif, redonner du pouvoir d'achat aux ménages.

S'agissant des mesures sur lesquelles l'AMAFI porte une attention particulière on retiendra surtout le vote, en première lecture devant l'Assemblée Nationale de :

- La suppression de l'extension de la TTF aux transactions intra-journalières.
- L'adoption du PFU (prélèvement forfaitaire unique) à 30 % sur les revenus du capital qui constitue la mesure phare destinée à mettre l'imposition du capital au service du financement productif.
- La création de l'IFI (impôt sur la fortune immobilière) qui consacre notamment la suppression de l'ISF sur les valeurs mobilières.
- La suppression de la taxe de 3 % sur les dividendes mais aussi la création d'une contribution exceptionnelle d'IS pour les grandes entreprises (destinée à financer le contentieux de la taxe de 3%).
- La hausse de la CSG et la baisse des charges patronales pour les rémunérations n'excédant pas 2,5 fois le SMIC.
- La baisse de la contribution patronale sur les AGA (attribution gratuite d'action).

A l'heure où cette Lettre part sous presse, l'Assemblée nationale doit encore examiner la baisse programmée et progressive du taux d'IS, la suppression du taux marginal supérieur (20%) de taxe sur les salaires et la baisse du taux de CICE puis sa suppression programmée.

Sur le point particulier du PEA, anticipant les débats au Sénat, l'AMAFI a transmis à sa Commission des finances ses préoccupations et un projet d'amendement relatifs au mauvais traitement réservé au PEA dans le PLF2018 tel qu'adopté par l'Assemblée Nationale. En effet, sans correction, le retrait (PEA Bancaire) ou le rachat (PEA Assurance) avant l'expiration de la deuxième année ou entre 2 et 5 ans entraînerait une taxation respectivement de 36,20% ou 39,70%. En pleine cohérence avec les objectifs du Gouvernement en ce qui concerne la réorientation de l'épargne, il est donc nécessaire d'appliquer à tout le moins dans ces situations les 30% de taxation prévue par le PFU.

Eric Vacher



CONFÉRENCE

CONSÉQUENCES FISCALES DU BREXIT

Le 9 novembre 2017, l'AFG a organisé en partenariat avec les associations financières de la Place de Paris (AFIC / AMAFI / FBF / FFA / Paris Europlace) une conférence sur le thème « Conséquences fiscales du Brexit et compétitivité de la place financière de Paris ». Intéressant l'ensemble du secteur financier, cette manifestation a rencontré un grand succès avec plus de 250 participants et a permis de restituer les travaux de Place autour de deux grands thèmes :

- Impacts du Brexit sur les règles fiscales nationales et européennes et mesures correspondantes à prendre concernant l'éligibilité d'actifs financiers britanniques inclus dans certains produits d'épargne (PEA, FCPI etc.) et certaines opérations des groupes de sociétés lorsqu'une partie à la transaction est britannique (distributions, restructurations ...).
- Compétitivité fiscale de la place financière de Paris à l'heure du Brexit et correctifs à apporter, concernant la mobilité internationale des salariés, la TVA, la taxe sur les salaires et la taxe sur les transactions financières.

Présentation disponible sur
www.amafi.fr

Eric Vacher



ZOOM AMAFI

BREXIT ET APRÈS ?

L'AMAFI et Revue Banque publient début décembre un nouvel hors série intitulé : « **Brexit et après ?** »

Signé par une palette d'auteurs français et internationaux, l'ouvrage s'interroge sur la finance européenne, une fois les Britanniques sortis de l'Union, et les nouveaux équilibres qui en résultent. Au-delà des modalités de sortie, le Brexit impose de repenser l'Europe de la finance. Quels sont les critères et arbitrages qui

présideront au rééquilibrage des places financières ? Comment évolueront les infrastructures de marché ? Quelle gouvernance et supervision faut-il souhaiter dans une Europe de la finance devenue multipolaire ? Quelles conséquences pour les acteurs des marchés financiers ?

Un débat public est organisé lundi 11 décembre à 18 heures.

Renseignements et inscription sur www.amafi.fr.

Philippe Bouyoux

PUBLICATION D'UN LIVRE SUR MIF 2

Publié aux éditions RB, en partenariat avec l'AMAFI, l'ouvrage, dont le sujet est au cœur de l'activité de l'Association depuis de nombreux mois, a été écrit par des permanents de l'AMAFI : Emmanuel de Fournoux, Pauline Laurent, Faustine Fleuret et Blandine Julé.

Intitulé « MIF 2, une nouvelle donne pour l'Europe des marchés financiers », il présente les principales dispositions de MIF 2 en mettant en perspective leurs objectifs et leurs conséquences possibles sur le fonctionnement des marchés et l'organisation des acteurs financiers. Il met également en évidence les différences les plus importantes entre MIF 1 et MIF 2 et les dispositions les plus controversées. Il offre de plus, une analyse critique du processus d'élaboration de la norme européenne. Sans prétendre à l'exhaustivité, l'ouvrage cherche à rendre accessible un ensemble de

textes complexes et très denses, qui impactent la quasi-totalité des acteurs des marchés financiers en Europe.

Philippe Bouyoux



ACTIVITÉS

AMAFI

Chiffres clés du
01/11/2016 au
01/11/2017

34 Réponses à des consultations publiées ou en cours

17 Notes de position / de problématique

24 Notes d'informations

14 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 - plaurent@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

NOUVEAUX ADHÉRENTS

■ **BARCLAYS France**, établissement de crédit offrant à une clientèle patrimoniale des services de conseil en investissement, de gestion de portefeuille et de réception/transmission et exécution d'ordres. Ses dirigeants sont Philippe Vayssettes (Directeur général) et Nicolas Hubert (Directeur général délégué).

■ **Crédit Suisse Securities Europe**, succursale de Paris, est la banque d'investissement de Crédit Suisse en France. A la fois banque d'affaires et intermédiaire sur les marchés financiers elle est dirigée par Bruno Angles (*Chief Executive Officer*) et Dominique Poissonnet (*Chief Operating Officer and Chief Research Officer*).

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