

**EDITO**

*Comme l'atteste cette lettre avec régularité, le cadre juridique des activités de marché est aujourd'hui dominé par le niveau européen, où se crée la norme commune de l'Union. Le niveau national l'applique, mais ne pouvant y retrancher, il choisit malheureusement souvent d'y ajouter. Le niveau international, sans pouvoir normatif direct sur les acteurs, apparaît en revanche aux observateurs un peu lointain, le rôle reconnu du Comité de Bâle en matière prudentielle constituant l'exception.*

*Pourtant, depuis la crise, ce niveau international s'est considérablement renforcé, et le rôle central d'impulsion donné au Conseil de stabilité financière sous le contrôle direct du G 20 est de plus en plus significatif. Il est donc important d'être présent auprès des institutions qui y participent, au premier chef desquelles figure l'OICV, car même si notre cadre réglementaire concret est bien plus précis et détaillé que les grands principes établis par cette dernière, ceux-ci en forment le soubassement avec, en germe, les nouvelles réglementations auxquelles devra obéir demain le secteur financier.*

*C'est pour cela qu'est tout à fait fondamental le tournant que s'apprête à prendre aujourd'hui ICSA pour accroître son rôle auprès des régulateurs internationaux. C'est pour cela aussi qu'il faut maintenir le dialogue avec les Etats-Unis dont l'influence dans ces matières est massive, alors que les choix issus notamment du Dodd-Frank Act diffèrent souvent des choix européens. Les pages qui suivent illustrent l'action menée par l'Association sur ces aspects. S'ils ne sont probablement pas la priorité première dans la masse de sujets à traiter, compte tenu de la difficulté à y exercer de l'influence, ce serait une grave erreur de les mésestimer.*

**Pierre de Lauzun**  
Délégué général de l'AMAFI

**SOMMAIRE**

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

**DOSSIER**

# COMPENSATION DES DÉRIVÉS : SÉCURITÉ OBLIGE !



**L'Europe achève la sécurisation du système financier en soumettant l'essentiel des produits dérivés à la compensation. Des risques maîtrisés ou simplement déplacés ?**

# COMPENSATION DES DÉRIVÉS : SÉCURITÉ OBLIGE !

Lorsqu'on a analysé les origines de la crise des *subprimes* en 2009, il est apparu très vite que celle-ci avait éclaté dans une partie non régulée de l'activité financière mondiale : les dérivés OTC (*Over The Counter*, c'est-à-dire de gré à gré). Un dérivé est un instrument financier dont le prix est lié à la valeur d'un autre actif appelé sous-jacent (actions, devises, matières premières, crédits immobiliers etc.). Les produits dérivés classiques sont les contrats à terme (*futures*), les contrats d'échange (*swaps*) et les options. S'y sont ajoutés récemment les produits structurés, dont les fameux CDOs (*Collateralized Debt Obligations*). Les dérivés sont des instruments de couverture permettant de se prémunir contre un risque. Mais ils intéressent également les spéculateurs et ce sont précisément les excès intervenus à ce titre qui ont déclenché la crise. Un dérivé OTC est un instrument qui s'échange dans le cadre de relations bilatérales en dehors de toute infrastructure de marché. De fait, quand à l'occasion des sommets du G20, les États se sont demandé comment sécuriser le système financier, ils ont conclu à la nécessité d'inclure ces produits dans le champ de la régulation et de la surveillance par les autorités de marché.

C'est ainsi que, dans le prolongement du G20 de Pittsburgh de 2009, Bruxelles a ouvert le chantier du règlement EMIR (*European Markets Infrastructures Regulation*). Adopté en juillet 2012, ce règlement est aujourd'hui mis en place au sein de l'Union. Les États-Unis de leur côté ont déjà mis en place une réglementation similaire à travers le *Dodd-Frank Act* publié en juillet 2010.



**68 000 milliards de dollars !**

Dans les grandes lignes, EMIR (complété par la directive MIF) soumet tous les dérivés standardisables, c'est-à-dire tous les dérivés répondant à des caractéristiques générales, à la compensation. Une chambre de compensation, c'est un organisme qui calcule pour chaque opérateur une position nette et intervient en tant que contrepartie centrale unique du vendeur et de l'acheteur. Elle se substitue à chacun des acteurs d'une transaction, c'est ce qu'on appelle « centraliser le risque de contrepartie » : les participants de marché n'ont plus à craindre la défaillance de leurs contreparties, puisque toutes leurs transactions se font avec la contrepartie centrale dès son interposition. Parmi les principales chambres de compensation en Europe on trouve LCH Clearnet, Eurex Clearing, Euro CCP, EMCF. A l'heure actuelle, le nouveau cadre réglementaire des dérivés est quasiment finalisé en Europe et la Commission européenne peaufine les mesures pratiques d'application en vue d'une entrée en vigueur effective fin 2014 ou début 2015.

Pour les acteurs du marché, la compensation des dérivés en soi n'est pas tout à fait une nouveauté. « *Le marché est allé plus vite que la réglementation et l'on a vu émerger il y a quelques années des plateformes de trading de swaps de taux, en euros, puis en dollars, taux longs puis taux courts*, raconte Vincent Remy, conseiller du président chez Viel. *Bien avant EMIR, les nouvelles exigences de fonds propres imposées aux banques les ont incitées à réduire*

*leurs coûts à tous les niveaux et donc notamment à préférer les ordres électroniques aux ordres à la voix, c'est ainsi que s'est développée la compensation des dérivés* ». Mais alors, si la compensation des dérivés existait déjà, qu'apporte exactement la nouvelle réglementation européenne, à travers EMIR et MIF ? « *La réglementation procède à un double élargissement, d'une part à de nouveaux produits jusqu'ici hors du cadre, et d'autre part à de nouveaux acteurs*, observe Eric Litvack, responsable des affaires publiques pour la banque d'investissement à la Société Générale. *Pour l'heure, il s'agit de procéder à l'homologation des chambres de compensation, le travail de détermination concrète des produits à compenser viendra ensuite* ». A ce jour, quatre chambres de compensation ont déjà été agréées. « *On dénombre une vingtaine d'acteurs européens en cours d'agrément, auxquels pourraient s'ajouter 35 acteurs extra européens* » précise Frédéric Hervo de la Banque de France. *Les quatre premières chambres homologuées sont EuroCCp, Eurex, une chambre suédoise, une chambre polonaise* ». Les autres sont en cours d'examen, sachant que la procédure prend plusieurs mois. Une étude réalisée par l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (OICV ou IOSCO) estime que la nouvelle réglementation devrait aboutir à la compensation de 53% du marché des dérivés, contre 28% aujourd'hui, ce qui représente en volume 268 000 milliards de dollars (contre 143 000 milliards aujourd'hui) ! Les textes n'ont pas pour seul mérite de sécuriser le système, ils viennent en outre compléter l'édification d'une Europe financière intégrée



**CHRISTOPHE HEMON,**  
DIRECTEUR GÉNÉRAL  
DE LCH CLEARNET

dont le chantier a été lancé par Bruxelles en 1999 avec le Plan d'action pour les services financiers. Le post-marché, autrement dit la partie dédiée à l'exécution des transactions après la phase de négociation, qui inclut la compensation et le règlement livraison, n'était pas encore abordé par les textes, cette fois le processus est enclenché.

### **R**isques éradiqués ou risque déplacés ?

L'une des préoccupations qui a irrigué toutes les réflexions liées à cette nouvelle réglementation a été d'éviter de déplacer le risque sur les chambres de compensation en croyant l'avoir éradiqué. « C'est une vraie question de savoir si le système est plus robuste quand le risque est concentré entre les mains de quelques acteurs très surveillés ou quand il est réparti dans un maillage plus vaste d'acteurs interconnectés. Le nouveau cadre européen opte pour la première solution. La solidité de l'ensemble dépend de celle de chaque maillon. Il faudra donc prendre garde à ne pas laisser se concentrer sur un seul acteur la compensation de produits exotiques qui pourraient occasionner un problème de liquidité en cas de défaillance » analyse Eric Litvack. Toujours au chapitre de la sécurité du système mondial, il subsiste une différence d'analyse et de réglementation entre l'Europe et les Etats-Unis, l'Europe ayant choisi un système beaucoup plus exigeant

mais qu'elle tarde à mettre en œuvre, tandis que l'américain est plus souple mais déjà opérationnel. Une faille qui a notamment l'inconvénient de créer une distorsion concurrentielle entre les acteurs européens et américains. Pour Vincent Remay, le risque potentiel s'est déplacé géographiquement : « les pays asiatiques commencent à s'informatiser, mais ils sont encore très peu avancés sur les questions de compensation, s'il y a un danger, il se situe potentiellement de ce côté ». Si l'essentiel du chemin a été fait, il reste cependant des points à traiter. « La Commission européenne vient de lancer des travaux sur le redressement et la résolution des chambres de compensation. Même si les exigences qui leur sont applicables en termes de gestion de risques sont très élevées, il est essentiel de prévoir les règles applicables au cas de la défaillance d'une chambre de compensation pour éviter tout aléa moral, précise Frédéric Hervo. Par ailleurs, la réflexion sur le statut bancaire ou pas des chambres de compensation n'est pas close. Pour l'heure, l'Europe n'a pas choisi d'imposer ce statut contrairement à la volonté de la France. Il s'agira de suivre attentivement l'application de la réforme au regard de l'analyse des risques pour déterminer s'il faut ou non rendre ce statut obligatoire ». En France, les chambres de compensation ont le statut bancaire et sont donc pour l'heure à la pointe de la sécurité !

**Olivia Dufour**

### **Que change EMIR dans votre activité de chambre de compensation ?**

Nous n'avons pas attendu que la réglementation l'impose pour définir une offre de compensation sur les dérivés OTC, celle-ci existe depuis environ 5 ans au bénéfice de nos clients les plus importants, autrement dit les banques qui en avaient besoin pour réduire leur niveau d'immobilisation de capital réglementaire. La nouveauté d'EMIR, c'est que la compensation devient obligatoire, tant pour ces banques que pour les acteurs du *buy side* voire certains *corporates* dont l'activité sur les dérivés excède un certain montant.

### **La directive impose à tous les acteurs, y compris les historiques comme vous, de se faire homologuer. Concrètement qu'en est-il ?**

En effet, notre dossier est en cours d'examen. La décision d'homologation est confiée à un collège de régulateurs nationaux, sous le contrôle d'ESMA, le superviseur européen des marchés financiers. Compte-tenu de la couverture géographique de notre activité, le collège comprend 18 régulateurs. EMIR ne nous a pas obligé à révolutionner notre modèle qui était déjà très sécurisé mais nous impose d'implanter de nombreuses nouveautés par exemple en ce qui concerne la ségrégation des positions et du collatéral déposé par les clients. Cette obligation nouvelle de compensation des dérivés va augmenter le niveau global des dépôts de garantie, ce qui implique notamment que nous offrons des solutions pour faciliter la mobilisation de ces sommes.

### **Pensez-vous que les exigences réglementaires nouvelles renforcent de manière effective la sécurité ?**

L'objectif du G20 consistant à inclure le plus grand nombre possible d'acteurs et de produits dans le champ de la compensation pour renforcer la sécurité du système financier est en cours de mise en place. C'est une réelle avancée. Toutefois, cela transforme les chambres de compensation en acteurs systémiques. Pour assurer une véritable sécurité et non pas un simple déplacement du risque, la France a préconisé de donner aux chambres de compensation le statut d'établissement bancaire. L'Europe ne l'a pas imposé pour l'instant. LCH Clearnet a ce statut et relève d'une double tutelle, celle de l'ACPR et celle de la Banque Centrale Européenne en raison de la taille importante de notre bilan puisque nous sommes interposés dans toutes les négociations, notamment celles sur les principales dettes européennes. Pour nous, ce statut bancaire, c'est la garantie en cas de grand stress sur les marchés d'avoir accès à une liquidité intraday auprès de la banque centrale.

## ■ ASSEMBLÉE GÉNÉRALE ICOSA, PARIS 14 -15 AVRIL 2014

L'AMAFI accueillait cette année à Paris la 27<sup>ème</sup> Assemblée générale de l'*International Council of Securities Associations* (ICSA), qui a rassemblé les principales associations représentant les acteurs des marchés financiers à travers le monde. Comme chaque année, cette Assemblée était scindée en une session privée, réservée aux seuls membres de l'ICSA, et une conférence à laquelle intervenaient différentes personnalités extérieures.

La session privée était tout particulièrement axée sur la réorganisation et le développement d'ICSA, dans la continuité des discussions menées en septembre 2013 à Luxembourg, où avait été affirmée la volonté d'accroître son rôle auprès des régulateurs internationaux. Différents travaux en ce sens vont ainsi être menés au cours des prochains mois sur les questions de gouvernance, de réorganisation du Secrétariat permanent et de ressources allouées. A été aussi officialisée à cette occasion la nomination d'Ian Russell de l'association canadienne (IIAC) à la présidence d'ICSA, qui succède ainsi à Jong Soo Park, de l'association coréenne

(KOFIA). Par ailleurs, l'AMAFI représentée par Pierre de Lauzun, a été nommée à l'*Advisory Committee* pour un mandat de 3 ans au titre de l'un des deux sièges dont disposent les membres européens, prolongeant ainsi le mandat d'un an qu'il détenait en qualité de représentant de l'association hôte de l'Assemblée générale.

La conférence articulée autour de neuf tables rondes, a permis sur plus d'une journée, des échanges nourris autour de thèmes d'actualité tels que les conditions du financement de la reprise économique, l'impact des réformes en cours sur les modèles bancaires ou encore les avancées de la mise en œuvre des engagements du G20 et les nouvelles perspectives attendues à l'occasion de la présidence australienne. Parmi la vingtaine de personnalités extérieures qui avaient accepté d'intervenir dans ce cadre, on peut noter plus particulièrement, aux côtés de dirigeants de grands acteurs de marché, les Présidents de l'AEMF et de l'AMF, le Sous-gouverneur de la Banque de France, la Chef du Service du financement de l'économie de la DGT ou le Secrétaire général adjoint de l'OICV.

**Véronique Donnadieu**

## ■ DÉPLACEMENT À WASHINGTON, 21-23 MAI 2014

Comme chaque année, l'AMAFI a organisé pour le compte de l'EFSA (*European Forum of Securities Associations*) une série de contacts à haut niveau avec des institutions et autorités financières américaines et internationales (FMI, Réserve fédérale, Trésor et Congrès américains, CFTC, SEC). Pierre de Lauzun et Véronique Donnadieu représentaient l'AMAFI au sein de cette délégation qui a pu ainsi échanger avec ses interlocuteurs sur différents sujets d'actualité tels que la portée extraterritoriale de certaines réglementations, la déclinaison non homogène de certains engagements issus du G20, les travaux menés au sein de l'OICV ou encore les règles prudentielles européenne et américaine.

**Véronique Donnadieu**

## ■ BLANCHIMENT – LE GAFI RENCONTRE LE SECTEUR PRIVÉ

Fin mars, l'AMAFI a participé, en tant que membre d'ICSA, à la réunion annuelle du forum consultatif du secteur privé du Groupe d'action financière (GAFI). Ce forum permet aux représentants du secteur public et du secteur privé d'échanger sur les travaux du GAFI et sur ses projets de textes en cours.

A l'occasion de cette réunion, les discussions ont notamment porté sur un projet de révision des lignes directrices relatives à l'approche fondée sur les risques pour le secteur bancaire, mis en consultation par le GAFI. Ce projet, qui contient des dispositions à l'attention des banques et acteurs de marché mais également des régulateurs financiers nationaux, vise principalement à adapter les lignes directrices actuelles aux recommandations révisées du GAFI. Outre les observations formulées lors de la réunion, l'AMAFI a aussi contribué à celles formulées par écrit par ICSA peu après.

Celles-ci insistent notamment sur la nécessité que les lignes directrices précisent que les régulateurs nationaux doivent tenir compte de l'ensemble des activités soumises à leur supervision, et en particulier des activités de marché de gros, dans les textes d'orientation qu'ils publient à destination des assujettis.

**Stéphanie Hubert, Julien Perrier**



## MIF 2

Le Parlement européen a adopté le 15 avril dernier le règlement et la directive portant révision de la MIF. Ces textes, approuvés par ailleurs le 29 avril par le Conseil, devraient être publiés au Journal officiel de l'Union européenne courant juin, pour entrer en vigueur fin 2016 - début 2017. Les travaux relatifs à l'élaboration des mesures de niveau 2 sont par ailleurs en cours au niveau de l'AEMF. Ce sont ainsi plus de 800 pages de documents qui sont attendus pour une période de consultation qui devrait courir de début juin à début septembre. Cette consultation se fera au travers, d'une part, d'un « document de consultation » rassemblant les avis techniques sur les actes délégués que doit prendre la Commission européenne et, d'autre part, d'un « document de discussion » concernant les normes techniques qui relèvent de l'Autorité. Ce second document devrait également faire l'objet d'un « document de consultation » à l'automne.

Dans ce cadre, l'AMAFI est particulièrement mobilisée sur trois grands aspects, pour lesquels des conférences seront programmées à partir de mi-septembre.

### Structure de marché

En préparation de la consultation sur les mesures de niveau 2, le Comité Structure de marché de l'AMAFI a entamé un travail de réflexion en lien avec les services de l'AMF. Un document leur a été ainsi remis traitant de différents points d'attention soulevés par ses adhérents (AMAFI / 14-14), notamment en ce qui concerne la transparence pré-négociation, l'avenir de la facilitation, en relation avec l'obligation de négociation des actions et la définition des internalisateurs systématiques, ainsi que l'établissement des critères de définition des marchés liquides, en particulier pour l'univers obligataire. Alors que ces mesures de niveau 2 appellent un important travail de calibrage, l'AMAFI s'attache à proposer des méthodes permettant d'établir des seuils adaptés aux réalités de marché, tout en attirant l'attention sur l'important effort de suivi des évolutions de marché que devra assurer l'AEMF dans ce nouveau cadre. Le Comité poursuit maintenant ses travaux, en les centrant sur les questions de coût des données de marché et de microstructure de marché. L'AMAFI va par ailleurs animer avec l'AFTI un groupe de travail sur le *reporting* dans MIF 2, et jouer un rôle actif dans la mise en place d'un Forum MIF 2 réunissant associations professionnelles, prestataires informatiques, diffuseurs de données et consultants, à l'instar de ce qui avait été fait pour MIF 1.

**Emmanuel de Fournoux,  
Victor Maurin**

### Commodities

Dans le même contexte, le Comité *Commodities* de l'AMAFI a souligné auprès des services de l'AMF (AMAFI / 14-13) les principaux points d'attention qui, dans le domaine des matières premières, naissent des mesures de niveau 2. D'une façon générale, concernant les limites de position, il est très important que l'Europe prenne en compte l'expérience des États-Unis du fait de l'avancée des travaux menés là-bas. À défaut, le risque est en effet fort d'imposer aux acteurs européens de la filière agissant sur les marchés nord-américains, principaux marchés mondiaux, une superposition de contraintes non homogènes, de nature à les disqualifier par rapport à leurs concurrents. Plus spécifiquement, l'AMAFI a formulé des observations sur :

- La définition du *netting* compte tenu de son impact direct sur un certain nombre d'autres critères et notamment ceux relatifs à la notion de contrat économiquement équivalent.
- La méthodologie pour établir les limites de position à échéance la plus rapprochée (*spot month*) par rapport aux autres échéances ;
- Les critères et méthodes pour la détermination des positions visant à réduire des risques directement liés à des activités commerciales ;
- La méthodologie d'agrégation et de *netting* des positions sur dérivés traités en OTC et sur plateformes.

**Véronique Donnadieu**

### Protection des investisseurs

L'AMAFI est particulièrement attentive à certaines des mesures de protection des investisseurs dont l'application aux activités de marché exercées entre professionnels pourrait soulever des difficultés.

Cela concerne par exemple l'obligation d'identifier un marché cible pour les produits fabriqués par l'établissement ou encore la notion de conseil en investissement indépendant. Cela porte également sur les mesures de transparence des coûts et frais qui seront détaillées au niveau 2. Dans les observations qu'elle transmettra à l'AEMF, l'AMAFI veillera par ailleurs à ce que les approches proposées permettent une interprétation de ces règles la plus homogène possible par les différentes autorités européennes en charge de ces activités, afin d'éviter des distorsions concurrentielles.

**Stéphanie Hubert, Julien Perrier**



© Photo Parlement Européen

## EUROPE

### ■ INSTRUMENTS DE CHANGE

La Commission européenne a lancé une consultation le 10 avril dernier afin de clarifier la classification en instruments financiers de certains contrats de change, à la suite d'une demande de l'AEMF. L'obligation de *reporting* dans le cadre d'EMIR a en effet permis d'identifier des différences d'interprétation nationale en ce qui concerne les contrats dits *outright forward*, dont le délai de paiement est supérieur à deux jours et inférieur à sept jours.

L'Association estime crucial de disposer d'une harmonisation rapide des règles européennes afin de rétablir l'égalité de concurrence (AMAFI / 14-16). L'objectif doit être *a minima* de ne pas considérer comme instrument financier les *outright forward* qui sont contingents à une autre opération, notamment à une transaction sur titres de marché primaire ou de marché secondaire, suivant en cela l'exemple américain où sont considérés comme contrats au comptant (*spot*) les contrats dont le dénouement est de deux jours, mais aussi ceux liés à une transaction sur titres dont le délai de dénouement est supérieur à deux jours (notion de *bona fide spot transaction*).

Cependant, cet objectif ne pouvant être atteint dans des délais suffisamment courts compte tenu de difficultés juridiques opérationnelles, un régime transitoire devrait alors permettre de considérer que les *outright forward* dont la durée est inférieure à sept jours ne sont pas des instruments financiers.

**Emmanuel de Fournoux, Victor Maurin**

### ■ RÉUNION EFSA, MADRID, 8-9 MAI 2014

L'*European Forum of Securities Associations* (EFSA), qui regroupe de façon informelle au niveau européen, outre l'AMAFI, les associations professionnelles britannique (AFME), espagnole (AMF), italienne (ASSOSIM), allemande (BWF), danoise (DSDA), suédoise (SSDA) et polonaise, se réunit environ deux fois par an, afin d'échanger sur les différents sujets d'intérêt commun. La dernière réunion, organisée à Madrid par l'association espagnole les 8 et 9 Mai 2014, a été l'occasion d'échanger sur les sujets d'actualité, notamment les travaux en cours relatifs à l'élaboration des mesures de niveau 2 de la MIF et les discussions relatives à la mise en place d'une taxe européenne sur les transactions financières (TTFE).

**Véronique Donnadieu**

## FRANCE

### ■ EURO PP

La Charte relative aux *Euro Private Placements*, ou Euro PP, élaborée par le groupe de Place réuni sous l'égide de la Banque de France et de la CCIP, et publiée pour la première fois en février par l'Af2i, l'AFTE et l'AMAFI est disponible depuis fin mars en versions française et anglaise sur le site de l'Association. Elle a été publiée par les neuf associations professionnelles qui désormais soutiennent cette initiative visant à accompagner et faciliter le développement des opérations de placements privés obligataires en France et à l'international.

La Charte Euro PP a fait l'objet d'un lancement officiel, le 30 avril dernier, sous l'égide des ministres des finances et de l'économie, Michel Sapin et Arnaud Montebourg, qui ont ainsi marqué leur soutien à cette démarche proactive et consensuelle qui renforce et diversifie les outils au service du financement de l'économie. A cette occasion, a été installé le Comité de Pilotage qui réunit les représentants des acteurs concernés (associations professionnelles, avocats, pouvoirs publics et professionnels). Au titre des travaux qu'il va mener, et dans lesquels l'AMAFI reste naturellement fortement impliquée, figure notamment la promotion de la Charte dans un cadre européen élargi.

**Sylvie Dariosecq**

### ■ DIRECTIVE TRANSPARENCE - TRANSPOSITION

A la suite de la publication en octobre 2013 de la directive Transparence modifiée, l'AMAFI a participé à une réunion de Place organisée par la Direction du Trésor pour préparer le projet de loi qui doit avant fin novembre 2015, transposer cette directive. En ce qui concerne les sujets qui retiennent particulièrement l'attention de l'Association (assimilation des instruments financiers à dénouement monétaire, mode de prise en compte de ces instruments, mode de calcul du seuil de 5% relatif à l'exemption de *trading*...), la transposition a déjà pour une large part été effectuée par anticipation par la loi n° 2012-387 du 22 mars 2012.

Mais la question est aussi celle des Normes techniques de réglementation prises pour l'application de la directive et à propos desquelles l'AEMF a mené une consultation. L'AMAFI, qui a élaboré sa réponse

au sein de son Groupe Franchissements de seuils, a regretté fortement l'assimilation qui est proposée dans une poche unique de tous les instruments détenus dans le portefeuille de négociation pour le calcul du seuil d'exemption de 5% (AMAFI / 14-21). Elle estime toutefois que les effets négatifs de cette solution devraient être heureusement atténués si est par ailleurs retenue l'exemption proposée au principe d'intégration verticale des filiales qui pourront démontrer leur indépendance. L'Association a aussi manifesté son intérêt pour l'exemption proposée au titre du service au client. En revanche, en ce qui concerne la liste indicative des instruments assimilables, elle a formulé des réserves sur l'inclusion de certains instruments (notamment les options de vente, les pactes d'actionnaires et les droits de préemption).

**Sylvie Dariosecq**

## ■ RÉMUNÉRATIONS - APPLICATION DE LA CRD4

Le Trésor, en liaison avec l'ACPR, poursuit son travail sur la finalisation de la transposition de la CRD4. Au cours d'une réunion de Place organisée le 16 avril dernier, un point a été fait sur les textes réglementaires en préparation. Il a ainsi été indiqué que l'arrêté qui doit préciser les modalités d'application du principe de proportionnalité aux règles relatives aux rémunérations ne serait pas disponible pour consultation avant quelques semaines encore. Les dispositions de cet arrêté seront très importantes pour l'application de ces règles par les adhérents de l'AMAFI et pour l'égalité concurrentielle des acteurs installés en France face à leurs homologues établis au Royaume-Uni qui bénéficient de l'approche proportionnée mise en œuvre par le FCA (*Financial Conduct Authority*) et la PRA (*Prudential Regulation Authority*).

Par ailleurs, un projet de décret en Conseil d'Etat précisant certains aspects de l'ordonnance relatifs aux rémunérations a été soumis à consultation suite à cette réunion. Ce projet traite du recueil par l'ACPR d'informations sur les rémunérations à des fins de comparaison au niveau européen, des modalités de présentation des résolutions aux assemblées générales concernant notamment le relèvement du ratio fixe-variable de 1 à 2, de la politique de détention minimale des instruments financiers attribués et de la réduction ou reprise de la rémunération variable. L'AMAFI a relevé que le principe de proportionnalité était absent du projet s'agissant du recueil par l'ACPR des informations sur les rémunérations des personnes dont la rémunération atteint 1 million d'euros ou plus, sur les rémunérations de l'ensemble des salariés, et sur celles des preneurs de risque. Cette approche, qui excède ce que prévoit le règlement CRD4, pourrait conduire à ce que tous les établissements sous la tutelle de l'ACPR soient alors soumis à des obligations de déclaration envers elle.

Sur ce sujet, l'Association a par ailleurs répondu aux consultations de l'EBA (*European Banking Authority*) qui propose, dans des orientations, aux différentes autorités européennes de fixer les modalités de déclaration des informations sur les rémunérations (*AMAFI / 14-17 et 14-18*). Les modèles de déclaration proposés sont particulièrement détaillés et concernent l'ensemble des salariés et non uniquement les preneurs de risque. L'AMAFI a relevé que l'EBA étendait ainsi le champ d'application fixé par la directive CRD4. Elle a également noté la complexité de traitement des données que l'utilisation de ces modèles impliquera pour les établissements, sans pour autant améliorer significativement la comparabilité.

**Stéphanie Hubert**

## ■ CONVENTIONS PRODUCTEURS DISTRIBUTEURS

L'AMF et l'ACPR ont mis en consultation un projet de recommandation pour l'une, et de position/recommandation pour l'autre, relatives aux conventions producteurs-distributeurs concernant respectivement la distribution de contrats d'assurance vie et celle d'instruments financiers.

De manière générale, l'AMAFI a marqué son opposition de principe à l'adoption des textes de doctrine proposés qui ne paraissent, ni justifiés au regard de l'objectif des régulateurs de faire respecter la réglementation existante, ni opportuns s'agissant de rapports entre professionnels devant bénéficier d'une certaine liberté contractuelle à l'intérieur du cadre réglementaire existant, déjà prescriptif (*AMAFI / 14-19*). Elle a également formulé des observations spécifiques sur ces projets de textes tenant au niveau de détail envisagé et au champ d'application proposé du projet AMF qui, tel que présenté, dépasse de façon inappropriée le simple champ des relations entre producteurs et distributeurs d'instruments financiers.

**Sylvie Dariosecq, Stéphanie Hubert**

## ■ SIMPLIFICATION DE LA VIE DES ENTREPRISES

Le Ministère de la Justice a consulté la Place sur un projet d'ordonnance pris en application de la loi du 2 janvier 2014 visant à simplifier et sécuriser la vie des entreprises. Au nombre des mesures proposées figurent notamment plusieurs dispositions devant simplifier le régime juridique des titres financiers complexes, qui reprennent pour une large part le résultat des travaux initiés à l'origine au sein du Comité Opérations Financières de l'Association et poursuivis dans le cadre élargi de Paris Europlace. Une réponse de Place, à laquelle l'AMAFI s'est associée, a été élaborée sous l'égide de Paris Europlace.

**Sylvie Dariosecq**

## ■ SENSIBILISATION À LA FONCTION CONFORMITÉ

Comme chaque année depuis 4 ans, les étudiants du Master II de Toulouse en banque, assurance, finance ont participé à une journée de formation à la fonction conformité organisée par l'AMAFI le 25 mars dernier. Cette journée, qui permet de sensibiliser ces étudiants à une fonction qu'ils exerceront peut-être, ou avec laquelle ils sont susceptibles de travailler étroitement dans le futur, a été animée par des responsables de la conformité passionnés par leur métier : Thierry Cazaux (Aurel BGC), Karine Jan (UBS Securities France), Fabienne Larroque (BNPP) et Roland de la Tullaye (Raymond James International), ainsi que par Stéphanie Hubert, Directeur de la conformité de l'AMAFI.

**Stéphanie Hubert**

## ACTIVITÉS AMAFI Chiffres clés du 01/05/2013 au 01/05/2014

**27** Réponses à des consultations publiées ou en cours

**15** Notes d'analyse / de position

**13** Conférences et événements AMAFI

**5** Normes professionnelles

**3** Bonnes pratiques professionnelles

## FISCALITÉ

## ■ TTF EUROPÉENNE : LES DISCUSSIONS SE POURSUIVENT

La réunion des ministres des finances de la zone euro lundi 5 mai, suivie de celle de l'ECOFIN, le 6 mai, avaient notamment à l'ordre du jour la question de la TTFE. Le communiqué de presse traduisant ces discussions indique qu'il sera procédé à une « mise en œuvre progressive [qui] se focalisera tout d'abord sur la taxation des actions et d'un certain nombre de produits dérivés (...) au plus tard le 1<sup>er</sup> janvier 2016 ». Il souligne par ailleurs que cette approche progressive « est essentielle pour s'assurer que chaque étape vers la mise en place complète de la taxe est conçue en tenant dûment compte des incidences économiques ».

Dans un contexte où comme le montrent de nombreuses réactions qui ont suivi cette publication, il existe un écart significatif entre l'attente de

l'opinion publique en termes de recettes fiscales et ce que pourrait supporter sans dommage irrémédiable le système financier des Etats membres participants, l'AMAFI focalise son analyse sur les points les plus critiques du dispositif. Elle s'attache notamment à réunir les éléments soulignant l'importante fragilité juridique d'une TTF qui frapperait les dérivés actions sur le fondement d'un principe d'émission. Cette démonstration est centrale car elle induit, au profit de ses compétiteurs étrangers, la disparition à terme d'une force historique de la Place de Paris. Et au-delà de la menace sur les acteurs, l'enjeu est bien sûr la disparition des recettes fiscales et sociales ainsi que des emplois attachés à ces activités sans compensation par des recettes produites par la TTFE.

Eric Vacher

## CONFÉRENCE

ACTUALITÉ  
FISCALE,  
20 MAI 2014

L'AMAFI a organisé le 20 mai dernier une conférence sur l'actualité fiscale du secteur financier, en partenariat avec le cabinet FIDAL.

L'événement, qui a rassemblé près de 150 participants, a été l'occasion de faire le point sur l'actualité du contrôle fiscal, du contentieux et de la jurisprudence dans le secteur financier afin de permettre aux participants de mieux gérer, en amont, le risque fiscal dans leur entreprise. Au programme, près d'une vingtaine de problématiques ont été exposées autour de quatre grands thèmes : l'impôt sur les sociétés, les prix de transfert, la TVA et divers sujets internationaux. Une présentation de la conférence est disponible sur le site de l'AMAFI, rubrique « Comité fiscal ».

Eric Vacher



## ZOOM AMAFI

## ■ L'ASIE, NOUVEAU CENTRE DE LA FINANCE MONDIALE ?

L'AMAFI et Revue Banque publient début juin un nouvel hors série Revue Banque intitulé : « L'Asie, nouveau centre de la finance mondiale ? »

Signé par une palette d'auteurs français et internationaux, l'ouvrage dresse un état des lieux des nouveaux équilibres macro-économiques

post-crise et analyse la place du continent asiatique dans le paysage financier mondial de demain, ses forces et ses fragilités, ainsi que la stratégie des fonds souverains asiatiques.

Une conférence-débat est organisée à l'occasion de la sortie de ce hors série. Ce "Forum des auteurs" se tiendra **jeudi 5 juin à 18 heures**. Renseignements et inscriptions sur [www.amafi.fr/agenda](http://www.amafi.fr/agenda).

Philippe Bouyoux

## VOS CONTACTS

- **Philippe Bouyoux**  
01 53 83 00 84 - pbouyoux@amafi.fr
- **Sylvie Dariosecq**  
01 53 83 00 91 - sdariosecq@amafi.fr
- **Véronique Donnadiou**  
01 53 83 00 86 - vdonnadiou@amafi.fr
- **Emmanuel de Fournoux**  
01 53 83 00 78 - edefournoux@amafi.fr
- **Stéphanie Hubert**  
01 53 83 00 87 - shubert@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

L'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE ANNUELLE  
DE L'AMAFI

AURA LIEU

MARDI 24 JUIN 2013, À 17H15

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  
[www.amafi.fr](http://www.amafi.fr)

■ Les documents cités dans cette lettre sont disponibles sur le site [www.amafi.fr](http://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