

EDITO *30 ans.* Voila 30 ans que l'Association mène son action au service de ses adhérents. Jusqu'en 1996, comme Association Française des Sociétés de Bourse (AFSB) issue en 1988 de l'éclatement de la Chambre syndicale des Agents de change. Puis, jusqu'en 2008, comme Association Française des Entreprises d'Investissement (AFEI) afin de prendre en compte le bouleversement résultant de l'introduction du concept du passeport européen, opérée par la directive sur les services d'investissement dans les activités de marché. Et depuis, comme Association française des marchés financiers (AMAFI), cette dénomination reflétant plus clairement une action qui en réalité, intéresse une diversité de statuts.

Tout au long de ces années, l'Association, suivant en cela les profondes mutations auxquelles ont fait face ses adhérents, n'a cessé d'adapter ses modalités d'intervention et d'accroître le périmètre de cette dernière. Cette évolution a été menée sous l'impulsion de mes prédécesseurs et des deux Délégués généraux qui se sont succédés à sa tête. Mais cette évolution est aussi la conséquence de l'implication de tous ceux qui, aux côtés des permanents, se sont engagés au sein du Conseil, de nos Comités et Groupes de travail, pour asseoir la valeur et la crédibilité de notre réflexion collective.

Alors que celles-ci sont largement reconnues, que tous en soient remerciés. Au moment où le financement des entreprises est appelé à dépendre de plus en plus des marchés, et où le Brexit modifie profondément la donne de l'Europe de la finance, cette réflexion collective est plus que jamais importante. C'est ma volonté et celle du Conseil de continuer à prolonger et approfondir le sillon tracé par l'Association depuis 30 ans.

Stéphane Giordano
Président de l'AMAFI

SOMMAIRE

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

DOSSIER

DONNÉES PERSONNELLES : L'EXTRÊME PROTECTION



Le 25 mai prochain entrera en vigueur le nouveau règlement européen pour la protection des données.

Plus de droits pour les clients, c'est aussi plus de devoirs pour les établissements. Explications.

DONNÉES PERSONNELLES : L'EXTRÊME PROTECTION

I aura fallu quatre années de négociations législatives européennes intenses pour aboutir à l'adoption du règlement général sur la protection des données le 14 avril 2016, couramment désigné par son acronyme RGPD. Il remplace la directive sur la protection des données personnelles de 1995. L'objectif du texte est double : donner aux citoyens une plus grande maîtrise de leurs données personnelles et l'assurance d'une meilleure protection de la part des entités amenées à collecter et traiter de telles données (et de leurs sous-traitants), tout en simplifiant la réglementation pour ces entreprises. « *Ce n'est pas une révolte Sire, c'est une révolution* » aurait dit La Rochefoucauld à Louis XVI le lendemain de la prise de la Bastille. Il en va de même du RGPD, ce n'est pas une simple réforme de la précédente directive mais une révolution rendue nécessaire par la généralisation du numérique. L'entrée en application du texte le 25 mai prochain va donc bouleverser l'organisation de nombre d'entreprises en France, et en particulier celles du secteur bancaire et financier.

Jne réglementation à la hauteur des enjeux

La protection des données personnelles recouvre deux enjeux majeurs : d'une part, protéger les personnes contre une utilisation abusive de leurs données par les organismes, institutions, entreprises qui les collectent et, d'autre part, assurer la sécurité de ces données contre les actes de cybercriminalité (vol, endommagement, ...). Selon une étude du réseau international d'audit et de conseil PwC, en 2015 le coût

de la cybercriminalité en France s'est élevé à 3,36 milliards d'euros. Au point que les pouvoirs publics ont élevé les cyber-risques au rang de « menace substantielle et systémique ». Parce qu'il détient beaucoup de données sensibles et gère des sommes très importantes, le secteur bancaire et financier a fait l'objet de nombreuses et retentissantes cyber-attaques ces derniers temps : réseau SWIFT, Banque centrale du Bangladesh, la Tien Phong Bank au Vietnam, la Tesco Bank au Royaume-Uni ... De fait, le secteur bancaire et financier, parmi les plus réglementés au monde, est soumis en matière de données personnelles à des règles spécifiques émanant de divers organismes de supervision mondiaux, européens et nationaux. Outre ces textes dédiés à leur activité, les établissements financiers doivent également respecter les règles générales de sécurité applicables à toutes les entreprises qui collectent des données, par exemple la loi de programmation militaire de 2013 qui réglemente la sécurité des systèmes d'importance vitale ou SIIV, parmi lesquels figurent des établissements financiers. C'est pourquoi le secteur est concerné au premier plan par le RGPD. Sans compter l'entrée en application cette année de nouveaux dispositifs à fort impact tels que MIF 2. « *Un enjeu majeur pour les établissements, qui viennent d'assister au renforcement de la réglementation des marchés financiers (MIF 2), sera de se conformer à chacun des deux dispositifs sans que l'un ne contrevienne à l'autre. S'assurer de leur compatibilité, et éventuellement proposer des ajustements en fonction de la priorité assignée à chacun, est un axe important de réflexion* », confie Faustine Fleuret qui suit le dossier au sein de l'Association.



n droit fondamental

A côté des cyber-risques, tout le volet concernant la collecte des données personnelles et les droits des personnes était encadré jusqu'ici en France par la loi Informatique et Libertés de 1978 offrant par exemple les fameux droits d'accès et de rectification. Cette loi a été modifiée en 2004 afin d'intégrer les changements apportés par la directive européenne de 1995. Les principaux changements ont consisté à élargir le champ de ce qui est considéré comme des données personnelles et à alourdir les sanctions applicables à ceux qui collectent ces données sans respecter la réglementation. C'est à l'intérieur de ce cadre déjà très surveillé et contraint qu'intervient donc le fameux RGPD. Comme le rappelle le règlement, « *la protection des personnes physiques à l'égard du traitement des données à caractère personnel est un droit fondamental* » protégé par l'article 8 de la Charte des droits fondamentaux de l'Union européenne. Le texte part du constat que « *les technologies permettent tant aux entreprises privées qu'aux autorités publiques d'utiliser les données à caractère personnel comme jamais auparavant dans le cadre de leurs activités* ». Mais les personnes elles-mêmes, note le législateur européen, rendent des informations les concernant accessibles publiquement et à un niveau mondial, par exemple via les réseaux comme Facebook. D'où la nécessité d'intervenir pour rehausser la protection attachée à ces données. La première solution est d'ordre technique mais elle est importante. Bruxelles a choisi de procéder par la voie d'un règlement qui présente cette différence avec une directive qu'il est d'application directe, sans nécessiter de transposition. Cela signifie que les

3 QUESTIONS À



KARIMA LACHGAR,
HEAD OF MARKET
INTELLIGENCE &
REGULATORY WATCH,
CMS FRANCIS
LEFEBVRE AVOCATS

Le RGPD engendre-t-il des changements profonds pour les établissements financiers ?

Le RGPD opère un renversement complet. Le régime de supervision des traitements reposait sur des prohibitions absolues tempérées par un système de formalités préalables allant de la déclaration de traitement jusqu'à son autorisation. Désormais, chaque établissement financier devra définir une gouvernance et des référentiels reposant sur une évaluation préalable des risques d'atteintes aux libertés et droits fondamentaux et organiser le traitement dès sa conception, puis à chaque utilisation de telle sorte qu'il garantisse le plus haut niveau possible de protection. Sachant que les sanctions en cas de non-respect sont très élevées : 4% du chiffre d'affaires ou 20 millions d'euros.

Les établissements sont-ils prêts ?

Le secteur bancaire et financier a été très absorbé par la mise en place de MIF 2 entré en application au début de cette année. Or la mise en œuvre du RGPD nécessite une vigilance accrue dans la mesure où ce nouveau cadre juridique présente de nombreux points de frottement avec d'autres textes européens. A cet égard, le rôle d'élaboration du droit souple confié à la CNIL par le projet de loi d'adaptation de la loi Informatiques et Libertés du 6 janvier 1978 pourrait être utilement mis en œuvre pour l'adoption de recommandations, codes de conduite et certifications permettant aux acteurs de disposer d'éclairages précis pour l'articulation entre le RGPD et les autres mesures. Par ailleurs, les structures transférant des données en dehors de l'Union européenne devront procéder à certains arbitrages en matière de relocalisation et d'*offshoring* de leurs données en raison des *bidding corporate rules*, ainsi que de la possibilité offerte par une personne de contester le transfert de ces données vers un pays tiers et ce, en l'absence d'une décision d'adéquation.

En quoi les textes sont-ils imprécis ?

Par exemple, MIF 2 pour les besoins de l'évaluation du caractère approprié et de l'adéquation d'un service ou d'un produit d'investissement incite les prestataires de services d'investissement (PSI) à collecter de nombreuses informations personnelles. A l'inverse, le RGPD pose le principe de la proportionnalité de collecte des données au regard de ses finalités. Par ailleurs, en application du principe consacré de portabilité, parce qu'il quitte l'établissement, le client peut exiger soit qu'on détruisse ses données personnelles soit que le dossier de ses données lui soit transféré pour qu'il puisse le transmettre directement à son nouvel établissement. Dans cette hypothèse, comment s'articule ce principe avec l'obligation faite aux PSI de conserver l'ensemble des enregistrements des conversations téléphoniques et des communications électroniques durant 5 ans ou plus si l'AMF l'impose ?

différents Etats membres ne vont pas pouvoir interpréter et adapter le texte, il s'appliquera pour tout le monde et de la même manière partout au sein de l'Union. Autre caractéristique de la réforme, elle est dite extra-territoriale au sens où elle s'applique également aux entreprises étrangères, dès lors que celles-ci traitent (en Europe ou non) des données de citoyens européens. En clair, cela signifie que de grandes entreprises comme Google devront s'y plier.

Portabilité

Les droits des personnes sont considérablement renforcés. L'un des concepts-clés de la réforme est la minimalisation, autrement dit l'obligation de veiller dès le départ à demander uniquement le strict minimum d'informations. Outre les garanties classiques, accès, rectification, les personnes doivent désormais donner leur consentement explicite à la collecte des données, elles peuvent s'opposer à certains traitements, par exemple le profilage, elles disposent également de droits à la limitation du traitement, à l'oubli, à l'effacement ou encore à la portabilité qui consiste à se faire transmettre leurs données pour les communiquer à un autre prestataire. Question sécurité, les données doivent être prises en compte dès la conception du produit auquel elles sont liées et sécurisées dès l'origine. Un délégué à la protection des données, plus connu sous l'acronyme DPO (*Data Protection Officer*) est créé. Il a pour mission dans chaque entreprise

de s'assurer que la réglementation est respectée et d'être aussi le contact des autorités publiques. Son rôle est d'autant plus capital que le RGPD rompt avec la philosophie de la directive de 1995. Celle-ci en effet reposait sur une logique de formalités préalables : celui qui ouvrait un fichier en informant le régulateur, en France la CNIL, qui proposait souvent des procédures simplifiées pour les fichiers les plus classiques. La question était résolue en amont une bonne fois pour toutes. Cette fois, fini les déclarations, ce qui est en soi une simplification mais à double tranchant. Il faudra désormais justifier en permanence qu'on est conforme à la réglementation relative à la protection des données. En cas de transfert de celles-ci vers un autre pays, il faudra s'assurer que le pays en question offre le même niveau de protection et, à défaut, prévoir des garanties, mais aussi prévenir la personne concernée du transfert. De même, les personnes devront désormais être prévenues en cas de cyber-attaque que leurs données ont été piratées. Et pour s'assurer que ces nouvelles prescriptions seront observées, le règlement alourdit les sanctions. En France, la loi pour la république numérique (octobre 2016) prévoyait des sanctions jusqu'à 3 millions d'euros. Avec le RGPD on change de dimension, les sanctions peuvent atteindre selon les types d'infraction entre 10 et 20 millions d'euros d'amende et jusqu'à 4 fois le montant du chiffre d'affaires ...

Olivia Dufour

INTERNATIONAL

COMMERCIALISATION DES CFDs ET OPTIONS BINAIRES

Mi-février, l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (OICV ou IOSCO) a mis en consultation des propositions pour encadrer la commercialisation des CFDs (*Contracts for Difference*) et des options binaires aux investisseurs de détail. A cette occasion, sont avancées sept propositions qui s'appuient notamment sur les mesures mises en œuvre en France ainsi que les nouvelles obligations prévues par MIF 2 en Europe.

Dans le droit fil des observations relayées auprès de l'AEMF sur ce même sujet en janvier 2018 (AMAFI / 18-07), l'AMAFI soutient l'initiative de l'OICV de proposer des solutions convergentes au niveau international pour protéger les investisseurs de détail. Elle estime en effet que ce niveau est le seul véritablement efficace alors que le principal enjeu est de lutter contre une commercialisation de ces produits effectuée le plus souvent, de façon transfrontalière par des entités non régulées dans leur pays d'implantation et non autorisées dans les pays où elles sollicitent des clients.

Dans ce cadre, outre diverses observations formulées en réponse aux questions posées par l'OICV, l'Association a souligné particulièrement l'importance de bien définir les produits concernés par ces mesures pour éviter de capter des instruments financiers pour lesquels une telle problématique ne se pose pas (AMAFI / 18-17).

Pauline Laurent, Blandine Julé

EUROPE

STATUT PRUDENTIEL DES EI

La Commission européenne a publié fin 2017 ses propositions sur les règles prudentielles et la supervision applicables aux entreprises d'investissement (EI), qu'elle classe en trois catégories (cf. *Info AMAFI* n° 133). Dans le cadre de la procédure européenne « *Have your Say* », et avant que des amendements précis ne soient discutés par les législateurs, l'AMAFI a donc formulé diverses remarques sur l'architecture générales du dispositif proposé (AMAFI / 18-13). Si celles-ci sont globalement positives, des réserves importantes ont en revanche été exprimées quant à certains points, notamment l'assimilation des EI de classe 1 aux établissements de crédit, ou encore l'absence d'exemption à la supervision sur base individualisée pour les seules EI de classe 2.

L'Association a également accordé une attention particulière aux dispositions relatives aux politiques de rémunération avancées par la Commission à cette occasion :

- EI systémiques Classe 1 : application des dispositions de CRR/ CRD IV.
- EI Classe 2 : certains principes sont assouplis et une dérogation pour les plus petites EI est prévue.
- EI Classe 3 : pas de disposition spécifique, les règles de rémunération et de gouvernance prévues dans MIF 2 étant considérées comme suffisamment protectrices.

En ce qui concerne les EI de classe 2, les principes généraux concernant les politiques de rémunération (champ matériel, personnel concerné, règles de contrôle, ...) sont à peu près identiques à ceux prévus dans CRD IV. De façon plus notable, il revient aux EI de

fixer elles-mêmes, de manière pertinente, en fonction des risques de l'activité et des profils de risque du personnel concerné, le ratio entre les composantes variable et fixe de la rémunération. S'agissant de la rémunération variable, la règle d'un minimum de 40 % de différé sur une période comprise entre 3 et 5 ans est conservée et largement assouplie. Une dérogation à l'application des dispositions estimées les plus contraignantes (différé et paiement des instruments) est par ailleurs prévue pour les plus petites EI ainsi que pour le personnel ayant des niveaux de rémunération variable bas. Enfin, un Comité de rémunération doit être mis en place au sein des entreprises que les autorités compétentes de l'État membre ont estimées significatives en fonction de certains critères.

L'AMAFI soutient pleinement cette approche qui se veut proportionnée. Elle a toutefois particulièrement souligné que :

- Par souci de cohérence, les règles de rémunération au sein de l'Union devraient être appliquées sur une base individuelle aux entités faisant partie d'un groupe, sauf en ce qui concerne le Comité des rémunérations.
- S'agissant des instruments pour le paiement de la partie variable de la rémunération, une plus grande flexibilité pourrait être envisagée lorsque l'entreprise peut démontrer que l'objectif de l'alignement sur son profil de risque est atteint, ce qui rendrait sans objet la fixation d'une liste des différents instruments pouvant être utilisés à cette fin.
- Enfin, il s'agira également de clarifier les dispositions transitoires afin d'assurer une application chronologique harmonieuse des législations (CRD V / CRR 2 et EI).

V. Donnadieu, E.de Fournoux, F. Fleuret

C O N F É R E N C E

Le 6 mars, l'AMAFI a organisé une conférence intitulée « *La révision des règles prudentielles dans le secteur bancaire et financier : homogénéité, proportionnalité, compétitivité ?* ». L'événement, qui a rassemblé près d'une centaine de participants, s'est scindé en trois grandes parties. Tout d'abord, Frédéric Visnovsky, Secrétaire général adjoint de l'ACPR, a présenté les enjeux des réformes du régime prudentiel CRR/CRD IV dans le cadre de Bâle 3, ainsi que les points d'attention de l'ACPR concernant le nouveau dispositif spécifique aux EI. Ensuite, Mathieu Castanier, Directeur associé du cabinet Axis Alternatives, et Faustine Fleuret, Chargée d'études Activités de marché à l'AMAFI, ont présenté les propositions de la Commission sur le nouveau cadre de supervision des EI. Enfin, une table ronde a permis à Frédéric Visnovsky et des experts de donner leur première analyse de cette réforme. Une présentation de la conférence est disponible sur le site de l'AMAFI.

E. de Fournoux, F. Fleuret

MIF 2**Gouvernance produits**

Les travaux de l'*European Working Group (EWG)*, qui rassemble un panel d'acteurs financiers en Europe dont l'AMAFI, ont repris début 2018. Après plusieurs mois d'utilisation de l'*European MiFID Template (EMT)* – fichier standardisé européen d'échange d'informations entre producteurs et distributeurs élaboré en 2017 –, l'EWG entend en effet identifier les modifications qu'il serait utile d'apporter à l'EMT ainsi qu'au document de questions-réponses l'accompagnant. Il prévoit également de travailler sur un nouveau format d'échanges pour le *reporting* des ventes en dehors du marché cible qui est dû par les distributeurs aux producteurs. L'AMAFI continue de participer activement à ces travaux afin de faciliter leur convergence avec ses propres préconisations (AMAFI / 17-87).

Meilleure sélection

Conformément à la demande formulée par plusieurs de ses adhérents, l'AMAFI a organisé une réunion de travail, début février, dédiée à la mise en œuvre du dispositif de « meilleure sélection » depuis l'entrée en application de MIF 2. Des échanges ont ensuite eu lieu entre l'Association et les services de l'AMF, principalement pour clarifier l'application des obligations dues au titre du règlement délégué 2017/576 (ex RTS 28), et notamment en ce qui concerne le rapport sur les meilleurs lieux d'exécution que doivent publier les acteurs soumis au dispositif de meilleure sélection. Certains éléments discutés à cette occasion pourraient être repris dans une nouvelle version à venir du Q&A de l'AEMF.

Plateforme MiFIDVision

La SFAF, l'AFG, l'AMAFI, Euronext et Paris Europlace ont lancé la plateforme MiFIDVision. Cela fait de nombreux mois que l'Association, avec d'autres acteurs de la Place, est particulièrement mobilisée sur les conséquences des nouvelles règles qui régissent désormais l'acquisition d'analyse financière par les sociétés de gestion. Et malheureusement, les premières indications montrent que les inquiétudes exprimées à diverses reprises ont toute raison d'être. Une réduction sensible des budgets dédiés à la recherche est d'ores et déjà constatée. Sa traduction directe et logique est une revue à la baisse du périmètre des valeurs suivies, qui affecte en premier lieu les PME et ETI pour lesquelles le modèle économique de l'analyse financière est traditionnellement fragile. Tout cela, au moment même où l'Observatoire du financement des entreprises par le

marché vient de publier une étude conduite par plusieurs chercheurs, sur le « rôle des analystes sur l'attractivité et la liquidité des PME-ETI ». Ces travaux académiques confirment le rôle positif qui résulte de la production d'analyse financière sur une valeur pour susciter l'attention des investisseurs, et partant la réduction du *spread* et de la volatilité ainsi que l'augmentation de la liquidité (cf. page 6). L'initiative MiFIDVision s'inscrit dans ce contexte. Objectif : avec l'aide de l'*EDHEC Risk Institute*, publier un baromètre qui, non seulement traduira l'évolution du marché de l'analyse financière suite à l'entrée en application de MIF 2, mais qui identifiera également, au regard des enjeux d'attractivité de la Place de Paris, les solutions de nature à développer la production d'analyses financières.

Relations clients

L'AMAFI a publié début février un document intitulé « *Points d'attention sur l'évolution de la relation clients sous l'empire de la nouvelle réglementation française issue de la directive et du règlement sur les marchés d'instruments financiers du 15 mai 2014 et de leurs textes d'application (MIF 2)* » (AMAFI / 18-08). Ce document constitue une mise à jour d'un travail similaire effectué par l'Association en 2007 au moment de l'entrée en application de MIF 1. Il apporte ainsi des éléments d'appréciation sur le nouveau dispositif mis en place avec MIF 2, caractérisé par des évolutions importantes et la multiplication des sources juridiques. Le document, divisé en 10 thèmes, rend compte des réflexions menées, sur la base des textes MIF 2 applicables en droit français, par un groupe de travail dédié, auxquelles se sont ajoutées celles issues d'une large concertation au sein de plusieurs Comités et Groupes de l'Association.

Structure de marché

L'AMF et l'AMAFI ont convenu de faire des points réguliers, sur une base trimestrielle, sur les questions relatives à l'organisation des marchés dans le contexte MIF 2. Alors que le nouveau dispositif doit conduire à des évolutions notables de cette organisation, dont certaines sont d'ores et déjà assez nettement engagées, il apparaît en effet important que de tels échanges aient lieu. L'enjeu est notamment de fournir un *input* essentiellement opérationnel qui puisse alimenter les travaux auxquels participe l'AMF au sein de l'AEMF.

Fin mars, le Comité Structure de marché a ainsi rencontré les services de l'AMF. A cette

occasion a été partagée l'étude réalisée par l'AMAFI sur les conséquences du nouveau régime des pas de cotation sur la microstructure de marché (AMAFI / 18-16). Mais d'autres questions, plus techniques, ont également été discutées comme les rapports de meilleure exécution, la déclaration des transactions ou l'obligation de négociation.

Trading algorithmique

L'AMAFI a relancé ses travaux relatifs aux problématiques de mise en œuvre des obligations relatives au *trading algorithmique* et aux accès électroniques directs (AED) prévues notamment dans le RD 2017/589 (ex RTS 6). Ces travaux visent notamment à identifier les différentes obligations applicables aux acteurs de marché concernés, qu'ils soient clients AED, membres de marché fournisseur d'AED, utilisateurs ou concepteurs d'algorithmes. Le produit de ces réflexions sera ultérieurement présenté dans un document de questions-réponses que publiera l'Association.

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

PRIIPS

Suite à l'entrée en application de PRIIPs au 1^{er} janvier 2018, les adhérents de l'AMAFI – producteurs comme distributeurs – font face à des problématiques préoccupantes. Il s'avère en effet que la méthodologie d'élaboration des *KIDs* (document d'informations clés), telle qu'elle résulte du règlement, conduit de façon relativement fréquente à des résultats trop optimistes, voire irréalistes, tant en termes de scénarios de performance que de présentation des coûts. Une telle situation, outre qu'elle génère des risques de litige avec des investisseurs pouvant estimer avoir reçu des informations trompeuses, ne peut être souhaitable pour les établissements d'un point de vue commercial. Les mêmes préoccupations étant exprimées du côté allemand, après concertation avec la DDVD, qui représente les producteurs de produits structurés outre-Rhin, un courrier commun a donc été adressé à la Commission européenne pour, non seulement l'alerter sur ces effets, totalement contradictoires avec les objectifs poursuivis par PRIIPs, mais aussi proposer des pistes de solution.

Pauline Laurent, Blandine Julé

■ PME - ACCÈS À LA COTATION

La Commission européenne a lancé fin 2017 une consultation relative à la création d'un environnement réglementaire proportionné pour faciliter l'entrée en bourse

des PME. Dans ce cadre, l'AMAFI a insisté sur l'importance de lever certains freins, résultant principalement de contraintes administratives, à la cotation des PME. Elle a également souligné la nécessité de laisser les marchés nationaux fixer les règles applicables dans les différents domaines concernés plutôt que d'avoir une réglementation européenne unique. Une telle réglementation se révèle en effet trop souvent contre-productive dans un environnement où il est particulièrement utile de prendre en compte les spécificités et différences parfois très significatives qui existent entre les différents marchés concernés (AMAFI / 18-12). C'est le cas en particulier en matière de contrat de liquidité dont l'AMAFI a noté avec satisfaction que la Commission semble s'orienter vers une reconnaissance au niveau européen de l'utilité de ces contrats. L'Association a ainsi insisté sur le fait que leur réglementation doit impérativement être laissée à chaque régulateur national tant les pratiques des États membres dans ce domaine diffèrent. Il serait en effet très dommageable que la pratique française, de loin la plus importante et la plus ancienne au sein de l'Union, qui fonctionne de façon très satisfaisante dans un cadre réglementaire fixé de façon concertée entre l'AMF et les acteurs de ce marché, soit affectée par une réglementation unique qui ne prendrait pas la mesure de l'expérience et des bénéfices de la pratique existante pour le marché français des PME.

Dans un autre domaine, au cœur des préoccupations des acteurs des opérations d'Euro PP, l'AMAFI se félicite que la Commission ait perçu la nécessité d'exclure ces opérations du champ de la réglementation sur les sondages de marché prévue par le dispositif Abus de marché. L'application de cette réglementation ne peut en effet avoir de sens s'agissant d'opérations dans lesquelles les investisseurs sont impliqués dans la négociation des termes et conditions de l'émission. C'est un sujet qui a particulièrement mobilisé l'Association au cours de ces derniers mois tant il est important pour le développement de ce marché. Il faut d'ailleurs observer qu'au travers d'un rapport récent sur le placement privé de dette dans l'Union, la Commission, semble avoir très bien saisi l'enjeu de cette problématique qui n'est nullement limitée aux PME.

Par ailleurs, s'agissant de la définition des PME, l'AMAFI a, à nouveau, fait valoir que le seuil actuel de 200 millions d'euros de capitalisation n'était pas approprié et qu'il conviendrait de le relever au moins à 1 milliard d'euros. Toutefois, consciente du fait que la diversité des marchés au sein de l'Union rend une approche unique difficile politiquement, l'Association a proposé de laisser à chaque État membre, en concertation avec son ou ses marchés de croissance des PME locaux, la flexibilité de déterminer le seuil de définition des PME, à l'instar de l'option donnée par le règlement Prospectus permettant de définir nationalement le seuil du Prospectus. Enfin, et alors que cet aspect était curieusement absent de la réflexion, l'AMAFI a rappelé l'enjeu que constitue l'analyse financière pour que les PME puissent accéder efficacement aux financements de marché.

Sylvie Dariosecq, Chloé Gonzalez

■ BENCHMARKS

L'AMAFI a organisé une réunion le 21 mars dernier avec l'AMF afin d'échanger sur certaines difficultés d'application de la réglementation *Benchmarks* relatives notamment à son champ d'application et à la mise en œuvre des plans de continuité.

Pour rappel, cette problématique avait fait l'objet d'une lettre commune AMAFI / ISDA / EUSIPA adressée le 15 décembre dernier à l'AEMF et à l'AMF et disponible sur amafi.fr.

Pauline Laurent, Blandine Julé

■ LUTTE CONTRE LE BLANCHIMENT

Malgré le retard pris dans la publication du décret terminant la transposition de la 4^{ème} directive, les travaux de la Commission consultative LCB-FT de l'ACPR se poursuivent.

Sont actuellement en cours d'examen des lignes directrices concernant notamment les bénéficiaires effectifs ainsi que l'identification, la vérification d'identité et la connaissance de la clientèle. L'AMAFI participe activement à l'ensemble de ces travaux et échange notamment avec l'ACPR sur le sujet particulièrement important de l'identification du client, et donc de ses bénéficiaires effectifs, dans le cadre des relations avec les sociétés de gestion et leurs fonds (AMAFI / 18-06).

Par ailleurs, le décret d'application de l'ordonnance du 1^{er} décembre 2016 transposant la 4^{ème} directive anti-blanchiment, actuellement en cours d'examen au Conseil d'État, devrait être publié au journal officiel à la fin du mois de mars ou au début du mois d'avril 2018.

Dans ce cadre, une lettre cosignée par la FBF, la FFA, l'AMAFI et l'ASF vient d'être adressée à la Directrice Générale du Trésor pour rappeler l'importance que, comme cela avait été prévu à l'origine, ce texte s'applique de façon différée. A défaut en effet, les établissements se verrait contraints par une réglementation qui n'aura pu être anticipée.

Blandine Julé

■ AEMF - MÉTHODES D'INTERACTION

L'AEMF a lancé une consultation sur son site internet afin de recueillir les avis et voies d'amélioration possibles quant aux moyens aujourd'hui à la disposition des différentes prenantes pour interagir avec l'Autorité.

Pour sa part, si l'AMAFI constate des améliorations (AMAFI / 18-19), elle pointe néanmoins

certaines limites qui demeurent encore à ce jour. Elles tiennent principalement d'une part, au manque de transparence et de structuration des méthodes de consultation et de travail des groupes consultatifs de l'Autorité et d'autre part, à la difficulté de rencontrer les équipes au niveau technique.

Véronique Donnadieu

■ PROSPECTUS

Fortement impliquée à toutes les étapes de la révision de la directive Prospectus de 2003 et de l'adoption du règlement Prospectus du 14 juin 2017, l'AMAFI a répondu aux deux récentes consultations de l'AMF et de l'AEMF sur ce sujet.

Seuil du prospectus

La consultation de l'AMF portait sur la détermination du nouveau seuil national de prospectus et sur le régime d'information applicable sous ce seuil. Sur le premier point, l'AMAFI a approuvé la proposition de relèvement à 8 millions d'euros du seuil d'établissement d'un prospectus en cas d'offre au public et la suppression de la condition, actuellement en vigueur, de 50% du capital. Elle s'est en revanche inquiétée des propositions relatives au régime d'information qui pourrait être mis en place, sur une base nationale, en dessous de ce seuil, et qui pourrait être constitutif de distorsions de concurrence au détriment des acteurs qui seraient soumis à ce régime (AMAFI / 18-10). L'Association s'est en outre fermement opposée à l'instauration d'un mécanisme de contrôle et de visa systématique *a priori* du document d'information ou d'un contrôle systématique *a posteriori*. Outre que de tels contrôles, qui ne peuvent être que de conformité et de cohérence, auraient une utilité très limitée en termes de protection des investisseurs, ils induiraient un relèvement du niveau de contraintes pesant sur les émetteurs. Ce relèvement serait d'autant plus inapproprié que l'émetteur pourrait alors être incité à recourir à d'autres formes alternatives de financement, d'autant plus variées et faciles d'accès que les montants en jeu seraient relativement peu importants. Enfin, instaurer de tels contrôles, surtout *a priori*, irait à l'encontre de l'allégement des contraintes voulu par le règlement Prospectus, pour faciliter le recours au marché.

Standards techniques (RTS)

La consultation de l'AEMF concernait, quant à elle, un projet de RTS destinés à compléter le nouveau règlement Prospectus sur cinq sujets précis, dont l'information financière clef devant figurer dans le résumé, la lisibilité des données, les communications promotionnelles et les suppléments. De façon générale, l'Association a principalement recommandé que dans un certain nombre de domaines, une flexibilité soit donnée aux émetteurs pour leur permettre d'adapter de façon pertinente les exigences posées par la réglementation aux particularités de leur activité et de leur entreprise (AMAFI / 18-14).

Sylvie Dariosecq, Chloé Gonzalez

■ LOI SAPIN 2 LANCEURS D'ALERTE

A la demande d'adhérents, l'Association a organisé une réunion dédiée à la mise en œuvre des obligations de la loi Sapin 2 relatives aux lanceurs d'alerte et aux recommandations de l'AFA (Agence Française Anti-corruption) sur la lutte contre la corruption et la protection des lanceurs d'alerte. A cette occasion, le groupe de travail a examiné une note de synthèse des positions de l'AMAFI.

Blandine Julé

■ COMMERCIALISATION DES PRODUITS COMPLEXES

Conformément à ce qui avait été décidé au dernier semestre 2017, les travaux de l'Association relatifs à la position AMF 2010-05 (commercialisation des produits dits complexes) ont été relancés au début de l'année. Ainsi, l'Association échange avec les services de l'AMF sur des propositions qu'elle a élaborées concernant 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.

Dans l'un et l'autre cas, l'objectif est de fluidifier tant pour les établissements que pour l'AMF, le processus de validation des produits concernés. S'agissant des produits ESG, cet objectif est d'autant plus central, qu'en la matière, la Place de Paris détient une position forte que l'intérêt collectif commande de chercher à accroître encore.

Pauline Laurent, Blandine Julé

■ PROTECTION DES DONNÉES

Le Règlement général pour la protection des données (RGPD) entre en vigueur le 25 mai prochain. Comme le rappelle le dossier de cette Lettre (cf. page 2), le nouveau dispositif européen conduit les personnes qui traitent des données informatiques à faire évoluer, sur de nombreux points et de manière sensible, leurs procédures et systèmes internes. Cette nouvelle donne se traduit pour l'Association par un nombre croissant de questions reçues des adhérents depuis le début de l'année.

L'Association a donc décidé de constituer un groupe de travail qui, pour la première fois, s'est réuni mi-mars. A cette occasion, une présentation générale du règlement a été réalisée par le cabinet CMS Francis Lefebvre Avocats. Karima Lachgar et Anne-Laure Villedieu se sont ainsi attachées à décrire les objectifs, les concepts clés et les impacts de RGPD pour le secteur bancaire et financier en particulier, ainsi que les frictions possibles avec d'autres réglementations majeures (DSP 2, MIF 2, NIS). Cette présentation, circularisée par ailleurs aux adhérents, a donné lieu à de nombreux échanges et questions/réponses sur des sujets variés tels que la notion de consentement, le traitement des données « non structurées », ou encore la notification des incidents de sécurité. Compte tenu des enjeux attachés à l'interaction entre le RGPD et les réglementations propres au secteur financier, le Groupe entend approfondir la réflexion sur ces aspects afin qu'en cas de difficulté des solutions puissent être proposées.

Enfin, ont également été rediffusés aux adhérents deux outils mis au point par le MEDEF. L'un pour comprendre les obligations créées par le RGPD et savoir comment s'y préparer ; l'autre pour réaliser un autodiagnostic de cette préparation.

E. de Fournoux, F. Fleuret

PARTICIPEZ À L'ENQUÊTE TVA 2018

Les questions de TVA représentent un enjeu majeur pour les acteurs des marchés. Aussi, pour mettre à jour la base de données de l'AMAFI et lui permettre de défendre au mieux les intérêts de la Profession, une nouvelle enquête TVA est lancée auprès des adhérents de l'Association. Comme pour les enquêtes précédentes, le traitement des réponses s'effectue de manière anonyme. Pour participer à l'enquête, merci de contacter Sicile Rouillé, srouille@amafi.fr

OPÉRATIONS SUR VALEURS ÉTRANGÈRES

Plusieurs établissements ont signalé avoir reçu des réclamations de la part de clients ayant acquis au cours du mois

de distribution des dividendes, des titres de sociétés étrangères via le Service de Règlement Différé (SRD). Ces réclamations se fondaient sur le fait que l'indemnité compensatrice du dividende qu'ils avaient reçue de la part de l'intermédiaire SRD, était réduite du montant de la retenue à la source pratiquée le cas échéant par l'État où l'entreprise distributrice a son siège. Constatant que, face à l'ambiguïté des textes à considérer, la divergence des pratiques de marché était génératrice de contentieux, l'AFTI et l'AMAFI, en coordination avec Euronext, ont formulé des recommandations aux opérateurs (AMAFI/18-09).

Eric Vacher

TVA - ANALYSE FINANCIÈRE

L'organisation opérationnelle des activités d'intermédiation et de gestion se trouve influencée par la mise en œuvre de MIF 2 depuis le 3 janvier 2018. S'agissant des services connexes de recherche, antérieurement financés par les portefeuilles gérés, plusieurs schémas de financement coexistent désormais sous MIF 2 :

■ Paiement de la recherche par les sociétés de gestion (SGP) sur leurs ressources propres.

■ Paiement de la recherche par les portefeuilles gérés au moyen d'un compte de recherche séparé dit *RPA* (*Research Payment Account*) qui peut être alimenté selon deux modèles :

- RPA simple, modèle dit « suédois » : prélèvements effectués par le dépôsitaire pour le compte de la SGP gérante sur les portefeuilles gérés.
- RPA CCP/CSA : prélèvements effectués par le PSI pour le compte de la SGP sur les frais de transaction (financement de la recherche prélevé sur les ordres sous contrat CCP/CSA par opposition à des ordres simples traités en *execution only* n'intégrant pas le financement de services connexes).

Ces différents modes de financement de la recherche correspondent à des schémas opérationnels distincts et soulèvent la question de leur traitement TVA. Face aux interrogations exprimées par les opérateurs, l'AMAFI a engagé des travaux d'analyse de la jurisprudence, avec l'aide de cabinets d'avocats adhérents de l'Association. L'objectif dans un premier temps est de préciser le dispositif TVA applicable aux services de recherche et, s'agissant d'interpréter le droit européen, de rechercher à améliorer la sécurité juridique des acteurs tout en contribuant, le cas échéant, à l'établissement de règles du jeu équitables. Dans un second temps, la réflexion sera poursuivie avec l'AFG qui mène aussi des travaux sur cette question.

Eric Vacher

NOUVEAUX ADHÉRENTS

■ **D2R Conseil**, cabinet de conseil dont les dirigeants sont M. Jean-Marie Castagnes (Président), M. Christophe Posty (Directeur général) et M. Franc Agossou (Directeur général).

■ **Redburn (Europe) Limited**, succursale de Paris, entreprise d'investissement ayant pour principale activité le conseil en investissement. Ses dirigeants sont M. Jeremy Evans (*Chief Executive*) et M. Charlie Bridge (*Managing Partner*).

31 Réponses à des consultations publiées ou en cours

22 Notes de position / de problématique

20 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 - 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