

## ▶ ÉDITO

Si nous sommes entrés dans la période de déconfinement, première étape de l'après-crise Covid 19, le chemin à parcourir reste encore long avant de pouvoir prétendre avoir effacé cet événement. Comme le souligne le dossier de cette édition de L'Info AMAFI, le choc a été rude sur les marchés, même si la mobilisation de tous, régulateurs et acteurs de marché en premier lieu, a permis d'y faire face. Mais les marchés n'étant que le thermomètre avancé de la santé moyenne des acteurs économiques à moyen / long terme, ce choc n'est que la traduction des difficultés que les différentes projections de baisse de PIB et la forte hausse de l'endettement public et privé laissent notamment anticiper.

La récente initiative germano-française en faveur de la création d'un Fonds de relance de 500 milliards d'euros financé par des emprunts de la Commission sur les marchés « au nom de l'Union européenne » est dans ce contexte un signal important, particulièrement sur le rôle attendu des marchés en réponse à la crise sanitaire. Celle-ci constitue ainsi une impulsion supplémentaire aux travaux menés sur les voies et moyens de relance de l'Union des marchés de capitaux. Après les conclusions rendues en octobre par le *Next CMU High Level Group* lancé à l'origine par l'Allemagne, la France et les Pays-Bas, ce sont désormais celles du *CMU High Level Forum* mis en place par la Commission qui doivent être publiées dans les prochaines semaines. Et d'ici là, l'AMAFI entend apporter à ces réflexions sa contribution tirée de l'expertise de ses adhérents (cf. [News page 5](#)).

Mais ce numéro 145 est aussi l'occasion pour nos lecteurs de découvrir le nouvel hors-série publié en partenariat avec *Revue Banque*. Son thème « le rôle de l'actionnaire », défini bien avant la crise, prend un relief particulier avec celle-ci et certains débats qu'elle a vu naître. Raison supplémentaire s'il en était besoin pour tenter de faire le point sur cette question avec différents contributeurs que je remercie ici.

**Bertrand de Saint Mars**  
Directeur Général de l'AMAFI

## ▶ DOSSIER



## Les marchés à l'épreuve de la crise sanitaire

**La mobilisation des acteurs financiers, des régulateurs et des pouvoirs publics a permis de maintenir le fonctionnement des marchés malgré la crise du coronavirus. Le système a démontré sa solidité et sa résilience.**

(Suite page 2)

# Les marchés à l'épreuve de la crise sanitaire

 Olivia Dufour

Les marchés se souviendront longtemps de ce lundi noir que fut le 9 mars 2020. Le CAC 40 perd 8,39%, sur fond de crise sanitaire et d'effondrement des cours du pétrole (le baril ce jour-là chute de 30%), la Bourse de Frankfurt cède 7,94%, Londres 7,69%, Milan 11%. Pour bien des places, c'est la pire séance depuis 2008, voire 2001. Le 12 mars, le CAC 40 perd 12,28% c'est le deuxième krach en un mois et la pire séance depuis 1988. Le 16 mars, le CAC 40 est à moins 37% par rapport au 1<sup>er</sup> janvier. La plongée est si vertigineuse que certains estiment qu'il faut fermer les marchés. Ce ne serait pas une première, mais l'événement est rare dans l'histoire. En France, les marchés ont été suspendus 9 ans à l'occasion de la seconde guerre mondiale, puis 17 jours lors des événements de mai 1968 en raison de l'incendie du Palais Brongniart. Certains experts estiment que ça n'est rien d'autre que la tentation de casser le thermomètre pour ne pas voir la fièvre. D'autres mettent en garde sur la nécessité d'une décision européenne voire mondiale. Quelques esprits, plus radicaux, ont même estimé que les marchés non seulement ne relevaient pas des activités essentielles, mais qu'ils risquaient d'être toxiques en entraînant les entreprises dans la débâcle.

## Un choc d'une ampleur historique

Finalement, il a été décidé de maintenir les marchés en activité. « On a fait face à un choc d'une ampleur historique, avec des niveaux de volatilité qu'on n'avait même pas connus en 1929, reconnaît Stéphane Giordano, président de l'AMAFI. Cependant, il n'est utile de fermer les marchés que lorsqu'ils ne fonctionnent plus ou mettent en danger leurs utilisateurs. Or, les marchés action n'ont pas manqué de liquidité et le mécanisme de formation des prix n'a pas été altéré. Les prix ont chuté mais au vu du contexte on ne peut pas prétendre que les niveaux étaient anormalement bas ou déraisonnables ». Ce choix

a toutefois nécessité que les acteurs de marché s'adaptent à ces circonstances exceptionnelles et que les régulateurs s'assurent que, malgré la situation et sous réserve des aménagements nécessaires, l'essentiel de la réglementation continuait d'être appliquée. C'est ainsi par exemple que dans la journée du 16 mars Euronext a fait usage 3 000 fois du mécanisme du court-circuit qui permet de suspendre les cours pour éviter une baisse trop importante. Autre dispositif susceptible de contribuer à limiter la casse, la suspension des ventes à découvert ou plus exactement la limitation des positions courtes. L'utilité des vendeurs à découvert est controversée. Certains estiment qu'ils sont indispensables à la liquidité du marché, d'autres qu'ils n'ont aucune utilité. Cinq pays ont considéré qu'en période de crise, ils étaient procycliques - ils amplifient les mouvements - et qu'il fallait donc suspendre cette activité : la France, la Belgique, l'Espagne, l'Italie et l'Autriche. « C'est une réaction plutôt saine et efficace des pouvoirs publics. On peut toutefois regretter que la décision n'ait pas pu être prise au niveau de l'ESMA pour s'imposer dans toute l'Europe. Conséquences ? Les valeurs multilistées relèvent de traitements différents, de même que celles composant un même indice boursier. Cet exemple montre le besoin d'une cohérence renforcée au sein de l'Union » constate Stéphane Giordano.

## Vigilance réglementaire

Comme tous les autres secteurs, la finance s'est confinée tout en maintenant une activité soutenue grâce notamment au télétravail. A ce sujet, l'AMF a rappelé que rien n'interdisait aux opérateurs de marché de travailler à distance, mais elle a mis en garde sur les questions de conflits d'intérêts avec les personnes présentes au domicile, les risques éventuels de latence dans la passation des ordres et souligné l'importance du maintien de la piste d'audit et de l'enregistrement des conversations et du



►► *reporting* des opérations. Globalement tout s'est bien passé et les établissements ont réussi à transférer les activités à distance sans trop de difficultés et en maintenant le niveau de conformité réglementaire requis, avec l'aide du régulateur. Du côté des émetteurs, le gouvernement avait prévu par ordonnance un allongement de tous les délais impératifs comme ceux de la publication des comptes annuels ou encore de tenue des assemblées générales. Là encore l'AMF est intervenue pour accom-



## La crise sanitaire a été un crash test grandeur nature pour l'ensemble de l'écosystème financier



pagner les acteurs dans les problématiques qu'ils pouvaient rencontrer. Elle a veillé spécifiquement sur l'information financière. Pour le régulateur en effet, la communication financière est particulièrement importante dans les périodes de crises propices aux informations privilégiées et aux fausses rumeurs. L'Autorité a donc fortement incité les émetteurs à communiquer au marché leur analyse de l'impact du covid-19 sur leur activité et sur leur situation financière. Elle a aussi observé la question des dividendes, l'Etat ayant interdit leur versement à toutes les entreprises qui ont perçu de l'argent public. Selon les estimations de l'AMF sur un total de

76 milliards censés être distribués par les entreprises du SBF 120, seule la moitié le sera effectivement. Si la mesure paraît logique, elle va cependant avoir des répercussions négatives sur certains acteurs de la finance. « *Les établissements français sont très actifs sur les dérivés actions et les produits structurés, or ces produits comportent des caractéristiques, et parfois des garanties de capital, qui amènent leur valeur à varier en fonction des dividendes. Le risque sur les dividendes futurs, encore non annoncés, peuvent être couverts, mais ce n'était plus le cas en l'espèce puisque les annulations, fait exceptionnel, ont porté sur des dividendes déjà annoncés. Un effet négatif supplémentaire à gérer dans le contexte compliqué que nous connaissons avec un risque d'affaiblissement dans un domaine où les français sont leaders* » regrette Stéphane Giordano.

La crise sanitaire, qui engendre une crise financière et économique, a été un *crash test* grandeur nature pour l'ensemble de l'écosystème financier du *front office* jusqu'à la chambre de compensation. Or, il n'y a pas eu d'accident majeur en France. Les chambres de compensation ont assumé la montée des risques liée aux volumes d'ordres et à la volatilité, de même que les déposataires centraux sont parvenus à gérer une augmentation significative des suspens (transactions non soldées le soir). Même constat de robustesse du côté de la gestion d'actifs. Seuls les fonds monétaires ont eu à subir d'importants retraits, 50 milliards d'euros soit 13,5% des encours de fonds monétaires, mais tous ont été satisfaits.

Et demain ? « *On va se retrouver dans un monde différent au sens économique, avec une augmentation de l'endettement, des garanties d'Etat abondantes sur le marché. Même si le crédit est au cœur de la réponse initiale à la crise, les marchés restent appelés à tenir un rôle prépondérant dans le financement de l'après-crise, ce qui éclaire d'un jour nouveau le projet d'Union des marchés de capitaux* » conclut Stéphane Giordano.



## L'analyse de... Robert Ophèle

Président de l'Autorité des marchés financiers

### **Au début de la crise, des voix se sont élevées pour demander la fermeture des marchés. Ce n'est pas l'option qui a été retenue, pourquoi ?**

Nous avons eu dès le départ la conviction qu'il fallait maintenir les marchés ouverts car ils sont essentiels au financement de l'économie dans la période de crise et seront essentiels pour financer la reprise. D'ailleurs, les marchés actions réglementés ont bien fonctionné avec d'importants volumes de transactions et sans incident majeur. La chute des cours au départ a soulevé des problèmes de valorisation, mais progressivement des informations complémentaires sont arrivées et les prix se sont affinés.

### **Quels sont les sujets qui ont particulièrement mobilisé l'AMF ?**

Très vite nous avons pris la décision de limiter les ventes à découvert. Tous les marchés européens ont été frappés de la même manière au même moment, ce qui justifiait une mesure globale. Faute d'y parvenir, j'ai considéré qu'il fallait suspendre les positions courtes nettes sur le marché parisien en raison de leur caractère pro-cyclique, à titre de précaution. Cinq autres pays européens ont aussi mis en place une suspension provisoire. J'espère lever la mesure rapidement, étant précisé qu'elle ne s'applique pas aux market makers. Concernant les infrastructures de marché, chambres de compensation et dépositaires centraux, nous avons veillé à ce que la réglementation continue d'être appliquée rigoureusement dans le cadre du confinement. Le système a montré sa solidité. S'agissant des émetteurs, il s'agit de veiller sur la transparence de l'information à l'égard des actionnaires, dans le cadre des assemblées générales à huis clos et vis-à-vis des investisseurs en général concernant l'impact du covid-19 sur la crise. La gestion d'actifs a bien résisté, seuls les fonds monétaires ont connu des retraits importants mais sans incident majeur.

### **Quels seront les points d'attention dans les semaines à venir ?**

Jusqu'ici les entreprises se sont financées par la dette. Il va falloir maintenant qu'elles reconstituent leurs fonds propres, on ne peut pas financer des pertes par de la dette. D'où l'importance particulière de produire une information financière fiable. A ce titre, les semestriels seront stratégiques. Ce sont en effet les premiers comptes qui vont intégrer les effets de la crise avec des questions compliquées sur les *goodwill*. Nous y serons très attentifs.

## UMC

### Rapport AMAFI-CEPS

Cela fait plusieurs mois maintenant que l'AMAFI s'est engagée dans une réflexion sur les conditions permettant de renouveler la dynamique du projet d'Union des marchés de capitaux (UMC). Pour s'appuyer sur l'expertise en la matière d'un *think tank* reconnu, il a été choisi de mener cette réflexion avec le *Centre for European Policy Studies* (CEPS). Il a par ailleurs été nécessaire de prendre en compte les travaux réalisés ou en cours sur cette même question, et notamment ceux rappelés dans l'Édito de cette lettre. Alors que les réformes menées jusqu'ici sont en effet loin d'avoir donné des résultats à la hauteur de l'ambition initialement affichée et de l'importance des besoins de financement en cause, la crise sanitaire du coronavirus a depuis quelques semaines profondément transformé le contexte dans lequel s'exerce la réflexion. La plupart des défis sont bien identifiés : permettre aux marchés de se développer aux côtés d'un crédit bancaire désormais contraint en vue de financer, non seulement la lutte contre le changement climatique, la révolution digitale et la 4<sup>ème</sup> révolution industrielle, mais aussi l'adaptation des structures sociales au vieillissement de la population. Et tout cela doit être réalisée en assurant dans le même temps que l'Union européenne conserve une maîtrise suffisante de sources de financement sans lesquelles sa souveraineté ne pourra être réelle. Désormais, l'urgence de réformes structurelles au niveau européen est considérablement accentuée si l'on veut que les marchés soient en mesure d'assumer pleinement leur rôle de financeur de la relance économique dans un environnement où il ne peut être exclu d'avoir à absorber le choc de nouvelles crises.

Les propositions de l'AMAFI seront publiées dans les prochaines semaines. Il s'agit avant tout, en s'appuyant sur les différents travaux déjà menés sur le sujet, de tracer un chemin cohérent articulé autour de l'expérience que ses adhérents ont du fonctionnement des marchés et de leurs ressorts. Six axes apparaissent prioritaires de ce point de vue : faciliter la mise en œuvre d'un véritable marché européen de la titrisation, améliorer la flexibilité du cadre réglementaire prudentiel, développer le rôle des fonds de pension, envisager une intervention publique dans certains domaines, maintenir l'accès aux *pools* de liquidité internationaux et enfin doter les marchés européens d'un *safe asset* indispensable à leur structuration.

Arnaud Eard, Bertrand de Saint Mars

## BREXIT

### Rencontre AMAFI-DG FISMA

Alors que la crise du Covid-19 ne semble avoir nullement entamé la volonté du Royaume-Uni de quitter l'Union européenne le 31 décembre prochain, les négociations demeurent pour le moins tendues et les progrès limités dans le secteur des services financiers. Si la Commission européenne souhaite terminer d'évaluer l'équivalence entre les cadres réglementaires britannique et européen d'ici fin juin, elle reste toujours en attente de réponses à ses demandes de précisions, tandis que le Royaume-Uni continue d'affirmer sa capacité à diverger du cadre réglementaire européen.

C'est dans ce contexte qu'une délégation de l'AMAFI conduite par son Président, Stéphane Giordano, a participé à une conférence téléphonique avec Almore Rubin de Cervin, Directeur Affaires Générales à la DG FISMA, et son équipe. L'objectif était de présenter les priorités de l'AMAFI concernant le processus d'équivalence pour les services financiers (*AMAFI / 20-29*) et de faire le point sur les négociations en cours dans le cadre du Brexit.

À cette occasion a été notamment mise en avant la nécessité de prolonger l'équivalence temporaire des chambres de compensation britanniques afin d'assurer l'intégrité des marchés et de préserver la capacité des entreprises d'investissement de l'Union à servir leurs clients avec la même qualité de services. L'Association a également rappelé la nécessité d'exonérer les succursales pays tiers des entreprises d'investissement de l'Union des obligations de négociation (STO/DTO) prévues par le dispositif MIF 2 afin de préserver leur compétitivité. Si les services de la Commission européenne comprennent l'importance d'une approche pragmatique, les modalités exactes de sa mise en œuvre sont encore à l'étude. Par ailleurs, a été partagée la possibilité que l'un des premiers domaines de divergence soit celui des politiques de rémunération, avec les impacts qui en découlent en termes de compétitivité des établissements européens.

Arnaud Eard

## MIF 2

### Revue du dispositif

L'AMAFI a répondu à la consultation de la Commission européenne sur la revue du dispositif MIF 2 (*AMAFI / 20-32*). Reprenant de nombreuses propositions formalisées dans sa note publiée début 2020 (*AMAFI / 20-03*), elle a ainsi pu préciser les sujets pour lesquels une adaptation du régime MIF 2 lui paraît nécessaire : l'objectif est d'assurer que les marchés européens soient en mesure de participer suffisamment au financement de l'économie européenne, d'introduire plus de proportionnalité et de mieux refléter les particularités du marché *wholesale* pour lequel les enjeux d'un marché européen intégré sont réels et immédiats.

#### Protection des investisseurs

Concernant les problématiques associées à la gouvernance des produits et à l'information due sur les coûts et frais, l'Association insiste sur la nécessité de simplifier autant que possible le dispositif et d'introduire plus de proportionnalité en fonction des instruments financiers et de la catégorie des clients, en particulier pour tenir compte des besoins effectifs du *wholesale*. Si elle a rejeté la possibilité d'introduire une nouvelle catégorie intermédiaire dans la typologie des clients en raison des difficultés que cela soulèverait en termes d'adaptation de systèmes qui ont nécessité il y a peu d'importantes évolutions, elle a formulé toutefois deux grandes propositions. L'une consiste à clarifier que les clients non professionnels ont accès à l'ensemble des produits – français comme étrangers – réservés aux clients professionnels dès lors qu'ils réalisent une transaction supérieure à 100 000 euros. L'autre vise à revoir la procédure d'*opt in* de MIF 2 qui permet de traiter un client non professionnel comme un client professionnel, d'une part en permettant que celle-ci soit proposée par l'établissement financier et, d'autre part, en rendant plus opérationnels les différents critères conditionnant sa mise en œuvre. Sur les autres aspects relatifs à la protection des investisseurs, l'AMAFI a fait part de fortes réserves sur la proposition de créer une base de données pan européenne des produits ou d'interdire totalement les *inducements* au risque de perturber la commercialisation des produits financiers en Europe.

#### Organisation des marchés

S'agissant des enjeux relatifs à l'organisation des marchés, l'AMAFI se montre favorable à la mise en œuvre d'une *consolidated tape (CT)* européenne qui peut rendre des services utiles à certains participants de marché. L'objectif serait de produire, selon une approche phasée, des données en temps réel de transparence pré et post négociation pour les actions et post négociation pour les ETFs et les obligations. L'opérateur de la CT pourrait être financé par une contribution raisonnable des entreprises d'investissement et des sociétés de gestion qui serait compensée par les économies engendrées par le nouveau dispositif. Pour autant, l'Association fait valoir que la mise en place d'un tel dispositif ne doit pas remettre en cause les principes fondamentaux de MiFID II-MiFIR comme la meilleure exécution ou la transparence des marchés. Par ailleurs, la mise en œuvre d'une CT ne doit pas être perçue comme un moyen de résoudre la question du coût des données de marché qui doit être traitée de façon spécifique, seule solution permettant d'apporter une réponse efficace à une problématique de plus en plus cruciale pour les acteurs de marché. Enfin, l'AMAFI insiste sur la nécessité de mettre concrètement en application les dispositions d'accès non discriminatoire aux plateformes de négociation et aux contreparties centrales afin de diminuer les coûts de transaction.

#### Financement de la recherche

L'AMAFI souligne la nécessité de réformer le régime d'incitation pour le financement de la recherche. Notamment, elle préconise d'introduire de la proportionnalité pour les PME et ETI, de réviser les modalités des périodes d'essais et de considérer que la recherche au financement de laquelle participe un émetteur (recherche sponsorisée) puisse, sous certaines conditions, être considérée comme de la recherche en investissement au sens de MIF 2. En revanche, l'Association ne pense pas que des modèles économiques durables et pertinents, consistant à faire financer la recherche entièrement ou partiellement par des tiers, des opérateurs du marché ou des fonds publics, puissent être mis en œuvre. L'équilibre économique doit être trouvé entre les acteurs qui ont intérêt à développer la recherche financière : les investisseurs d'un côté, les émetteurs de l'autre.

Arnaud Eard, Emmanuel de Fournoux, Pauline Laurent



## MIF 2

### Coûts et charges

L'ESMA a publié début avril son *Technical advice* (document présentant des recommandations à destination de la Commission européenne) relatif aux obligations de MIF 2 en matière d'*inducements* et d'information sur les coûts. Concernant les coûts et frais, les propositions faites par l'Autorité sont grandement alignées avec celles portées par l'AMAFI dans sa réponse à la consultation (*AMAFI / 19-83*) et notamment en ce qui concerne l'allègement des informations pour les contreparties éligibles et les clients professionnels, l'utilisation des grilles tarifaires et une meilleure convergence avec les informations présentées dans le KID (document d'information clé) PRIIPs.

L'AMAFI a relayé, de nouveau, l'ensemble de ses positions sur ce sujet dans sa réponse à la consultation de la Commission européenne sur la revue du dispositif MIF 2 (*cf. News page 6*).

### Clients non professionnels – procédure d'opt-in

Pour tenir compte des difficultés rencontrées par certains de ses adhérents sur la commercialisation de produits sophistiqués à des clients non professionnels « avertis », l'AMAFI a également sensibilisé les services de l'AMF aux propositions qu'elle a par ailleurs formulées dans sa réponse à la consultation de la Commission européenne sur la révision de MIF 2 (*cf. News page 6*).

Pauline Laurent, Blandine Julé

## SFTR

### Déclaration des opérations

L'entrée en application du mécanisme de déclaration des opérations de financement sur titres prévu par le Règlement (UE) 2015/2365 (SFTR), a été reportée du 13 avril au 13 juillet 2020 pour les établissements de crédit et les entreprises d'investissement (*cf. lettre d'info n° 144*).

Le groupe de travail *ad hoc*, constitué il y a un an par l'AMAFI reste très mobilisé afin d'aider les adhérents à se préparer à cette échéance. C'est ainsi que des réunions régulières sont organisées afin de faire le point sur l'état de préparation des différents établissements, échanger sur les questions techniques qui se posent et sur les tests en cours de réalisation.

Le Groupe SFTR a ainsi constitué un fichier qui permet à chacun de préciser ses modalités de participation aux différents tests menés par divers acteurs comme les référentiels centraux ou les fournisseurs de solutions techniques de rapprochement des opérations de financement sur titres.

Cette forte mobilisation est de nature à faciliter la préparation à l'échéance du 13 juillet dont il convient de rappeler que, même si elle a été repoussée, elle constitue un défi technique très important pour les acteurs de marché.

Emmanuel de Fournoux

## CONFORMITÉ

### Approche par les risques

Dans la continuité des travaux précédemment menés sur la méthodologie d'élaboration d'une cartographie des risques de non-conformité (*AMAFI / 19-90*), l'AMAFI a constitué un Groupe afin de réfléchir à la mise en œuvre de l'approche par les risques dans le cadre du dispositif de conformité. En effet, compte-tenu notamment d'obligations réglementaires accrues en nombre et en intensité ces dernières années, la capacité à utiliser une telle approche est devenue un enjeu majeur pour les établissements en vue de leur permettre d'optimiser l'efficacité de leur dispositif de conformité.

Pour rendre compte des réflexions menées sur ce thème, une note fournissant des éléments de méthodologie sur la mise en œuvre d'une approche par les risques sera prochainement publiée.

Pauline Laurent

## PRIIPs

### Mise à jour du document de questions-réponses AMAFI

Pour tenir compte des interrogations de ses adhérents, des réflexions ont été menées au sein du Groupe dédié à la mise en œuvre de PRIIPs sur l'éventuelle nécessité de mettre à jour le document d'information clé (KID) voire d'en rédiger un nouveau, dans le cadre des restructurations de produits structurés, sujet particulièrement important dans le contexte actuel de tension sur les marchés. Le document de questions-réponses AMAFI a été mis à jour en conséquence (*AMAFI / 20-35*).

Pauline Laurent, Blandine Julé

## LUTTE CONTRE LE BLANCHIMENT

### Mise en œuvre des changements induits par la 5<sup>ème</sup> directive

L'AMAFI continue d'accompagner ses adhérents dans la mise en œuvre des changements imposés par la transposition de la 5<sup>ème</sup> directive en droit français. Pour ce faire, des échanges très réguliers ont lieu avec la DGT, notamment s'agissant des modalités pratiques de consultation du registre des bénéficiaires effectifs (horodatage des extraits, accès multiples accordés aux entités assujetties, etc.) et de l'obligation de remontée des divergences constatées sur le registre des bénéficiaires effectifs. De nombreux échanges ont également eu lieu entre l'AMAFI et la DGT sur la publication et l'entrée en application de l'arrêté venant modifier les informations contenues dans le fichier « Ficoba ».

### Prise en compte des problématiques KYC – Covid-19

L'AMAFI a adressé le 15 avril dernier une lettre à l'ACPR pour l'informer que ses adhérents ont été amenés à revoir leur dispositif de revue des dossiers clients pour tenir compte de la situation de crise sanitaire actuelle. En effet, cette situation complexifie grandement voire rend impossible la mise à jour des informations relatives à la connaissance clients (KYC), ces derniers ayant d'autres priorités que la communication de documents actualisés à leurs établissements financiers. À la suite des premiers échanges menés sur ce sujet avec les services de l'ACPR, l'Association est dorénavant en attente d'un retour formel de l'Autorité.

Blandine Julé

AMF

## Contributions des établissements

Fin avril, l'AMF a souhaité recueillir les observations de l'AMAFI sur des propositions concernant l'évolution de certaines contributions auxquelles sont assujetties les entités placées sous sa tutelle. Ce dispositif avait déjà fait l'objet de modifications au travers de la loi de finances pour 2019, qui avaient conduit à ce que les établissements ayant peu de besoins en fonds propres et n'exerçant qu'un ou deux services d'investissement subissent une hausse de leur contribution extrêmement significative.

L'Association a indiqué qu'elle ne pouvait soutenir ces propositions pour ce qui concerne ses adhérents. D'une part, parce qu'elles n'apportent pas de réponse réellement satisfaisante à la hausse importante subie par certains d'entre eux par rapport au régime applicable jusqu'en 2018. D'autre part, parce qu'elles concentrent sur un nombre relativement restreint d'acteurs la charge résultant de la modification de certaines modalités de calcul de la contribution due, et affecteraient de manière spécifique le service de négociation pour compte propre, critique pour la liquidité des marchés et indispensable dans le contexte actuel.

Thiebald Cremer

TVA SUR LE COMMERCE ÉLECTRONIQUE

## Report de 6 mois

Compte tenu de la crise sanitaire actuelle, la Commission européenne a décidé de reporter de 6 mois l'entrée en vigueur du paquet e-commerce TVA : ces règles s'appliqueront à partir du 1<sup>er</sup> juillet 2021 au lieu du 1<sup>er</sup> janvier 2021, pour donner aux États membres et aux entreprises davantage de temps pour se préparer aux nouvelles règles de TVA.

Eric Vacher

ACTIVISME SALARIAL

## Propositions d'encadrement

Né aux Etats-Unis, le phénomène de l'activisme actionnarial se développe de plus en plus sur le marché européen. Si l'activisme actionnarial n'a pas de définition légale, il désigne généralement le fait, pour un actionnaire souvent minoritaire, d'exercer ses droits afin d'exiger du changement au sein de l'entreprise dont il détient des parts. Cette notion recouvre une multitude de stratégies avec des finalités et des moyens différents, mises en œuvre par des acteurs très variés. La distinction entre un actionnaire activiste et un actionnaire simplement désireux d'exercer ses droits reste également complexe.

Conscients des enjeux entourant ce sujet, plusieurs acteurs publics et privés (AFEP, Paris Europlace, Club des juristes, ...) ont au cours des derniers mois publié des rapports faisant des propositions pour mieux encadrer et cerner certaines pratiques activistes. Tout dernièrement, l'AMF a formulé diverses recommandations dans une communication publiée fin avril. L'AMAFI considère avec attention ces différents travaux dans la mesure où certains mécanismes de marché, parfois mis en cause, participent très directement à l'efficacité des processus de découverte du prix et de rencontre des intérêts acheteur et vendeur, comme c'est particulièrement le cas du prêt emprunt de titres et de la vente à découvert. Cette question recouvre bien évidemment des problématiques de fond comme la préservation des droits légitimes auxquels donne droit la qualité d'actionnaire ou la capacité des émetteurs à attirer des investisseurs en mesure de leur procurer les financements nécessaires à leur développement. Mais au-delà, il est essentiel, comme cela est souvent le cas dans les propositions présentées jusqu'ici, que la recherche d'une plus grande transparence ne s'effectue pas au détriment du bon fonctionnement du marché dans l'intérêt des investisseurs et des émetteurs.

En tant que de besoin, l'Association fournira sur ce dernier point, les éléments qui pourront être utiles au débat.

Thiebald Cremers, Juliette le Drogou

## DAC 6

### Mise en œuvre du dispositif

L'Association poursuit ses travaux pour faciliter la mise en œuvre par ses adhérents de la directive DAC 6 instituant de nouvelles obligations déclaratives pour les « dispositifs transfrontières potentiellement agressifs sur le plan fiscal » (cf. lettres d'info n° 143 et 144).

#### Sensibilisation des pouvoirs publics

L'Association a transmis à la Direction Générale des Finances Publiques (DGFIP), ses observations (AMAFI / 20-34a et 20-34b) en réponse à la consultation relative au BOFiP DAC 6 dont l'échéance de réponse a été reportée pour prendre en compte le contexte de la crise sanitaire du Covid-19. À cette occasion, elle a surtout souligné que les commentaires administratifs publiés ne permettaient pas, à ce stade, d'écarter un nombre significatif d'opérations d'intermédiation financière courantes. L'Association a notamment suggéré que la notion d'intermédiaire prestataire de services au sens de DAC 6, précisée par la doctrine administrative, ne vise pas les prestataires de services d'investissement qui effectuent des opérations d'intermédiation financière « de routine » (transmission et exécution d'ordres, différentes formes de placement, exploitation d'un système de négociation, ...). En outre, sauf circonstances particulières, les contrats régis selon des standards internationaux ISDA et ISLA ne devraient pas caractériser le marqueur visant les dispositifs à documentation et/ou structure normalisée.

L'AMAFI a également souligné le risque de divergences d'interprétations nationales susceptibles de générer des distorsions de concurrence défavorables à la Place de Paris. Il est donc important que les autorités françaises poursuivent les échanges et efforts de convergence avec leurs homologues européens d'une part, et militent auprès de la Commission pour la création d'un outil d'harmonisation interprétative DAC 6 d'autre part.

Par ailleurs, deux précisions apportées par l'administration répondent favorablement aux observations formulées notamment par l'AMAFI :

- ▶ Seules des personnes sont susceptibles d'être participants à un dispositif déclarable.
- ▶ La déclaration d'un dispositif ne vaut pas reconnaissance par le déclarant du caractère potentiellement agressif du dispositif déclaré au travers de ce qui constituerait un mécanisme « d'auto-incrimination ».

Eric Vacher

#### Reports

Dans le même temps, l'AMAFI a participé à une démarche européenne pour solliciter un report d'application de DAC 6 compte tenu des contraintes opérationnelles soulevées par sa mise en œuvre, particulièrement dans le contexte de la crise sanitaire. Un courrier en ce sens, co-signé par plusieurs associations européennes dont l'AMAFI, a ainsi été adressé au Commissaire aux Affaires économiques et financières, à la fiscalité et à l'Union douanière.

La Commission a publié une proposition de directive du 8 mai 2020 visant à modifier certains délais pour le dépôt et l'échange d'informations concernant les comptes financiers (directive 2014/107/UE : DAC 2) et les dispositifs transfrontières déclarables (directive 2018/822/UE : DAC 6). Il est ainsi prévu un report de 3 mois de :

- ▶ la mise en œuvre du dispositif déclaratif DAC 6, initialement fixée au 1<sup>er</sup> juillet ,
- ▶ la date limite de la déclaration du « stock » de dispositifs transfrontières déclarables (historique depuis le 25 juin 2018), initialement fixée au 31 août,
- ▶ la date du premier échange d'informations entre administrations fiscales sur les dispositifs transfrontières déclarables, initialement fixée au 31 octobre,
- ▶ la date d'échange d'informations sur les comptes financiers (DAC 2), initialement fixée au 31 octobre.

Compte tenu de l'incertitude quant à l'évolution de la pandémie du Covid-19, il est également prévu une possibilité de prolonger de nouveau le report (mais une seule fois, pour trois mois supplémentaires maximum). Une fois ce texte approuvé par le Conseil, la Commission sera habilitée à accorder cette extension par voie d'actes délégués.

## ACTIVITÉS

*Chiffres-clés  
du 01/05/2019  
au 01/05/2020*

**35**

Réponses à des consultations  
publiées ou en cours

**31**

Notes de position /  
de problématique

**30**

Notes d'information

**14**

Conférences et événements  
AMAFI

**4**

Normes professionnelles  
existantes

**4**

Bonnes pratiques  
professionnelles existantes

## PUBLICATION

### Quel rôle pour les actionnaires ?

L'AMAFI et Revue Banque publient un nouvel  
hors-série sur le rôle des actionnaires.

Qui sont les actionnaires ? Quel est le rôle  
de l'actionnaire en temps de crise ? Quel  
engagement actionnarial ? Autant de questions auxquelles  
l'ouvrage entend apporter des réponses, grâce à la contribution  
d'une palette d'auteurs français et internationaux.

➤ [Accédez au hors-série](#)

En raison des mesures prises pour lutter contre la propagation du  
coronavirus, aucun débat public ne pourra exceptionnellement  
être organisé à l'occasion de la sortie de cette publication début  
juin.

**Philippe Bouyoux**



## ASSEMBLÉE GÉNÉRALE COCKTAIL ANNUEL

En raison des circonstances exceptionnelles liées à la lutte contre la  
propagation du coronavirus, l'AMAFI n'organisera pas cette année le cocktail  
annuel qui, traditionnellement, se tient en juin.

Par ailleurs, au moment où cette lettre est mise sous presse, la date de  
l'Assemblée générale statuant sur les comptes 2019 reste à fixer, probablement  
dans la première quinzaine de juillet.

## CONTACTS

### Ashley Berne

01 53 83 00 74 | aberne@amafi.fr

### Philippe Bouyoux

01 53 83 00 84 | pbouyoux@amafi.fr

### Thiebald Cremers

01 53 83 00 91 | tcremers@amafi.fr

### Maquette Diouf

01 53 83 00 88 | mdiouf@amafi.fr

### Arnaud Eard

01 53 83 00 75 | aeard@amafi.fr

### Adélaïde Fischmeister

01 53 83 00 85 | afischmeister@amafi.fr

### Emmanuel de Fournoux

01 53 83 00 78 | edefournoux@amafi.fr

### Blandine Julé

01 53 83 00 81 | bjule@amafi.fr

### Pauline Laurent

01 53 83 00 87 | plaurent@amafi.fr

### Juliette Le Drogou

01 53 83 00 83 | jldrogou@amafi.fr

### Alexandra Lemay-Coulon

01 53 83 00 71 | alemaycoulon@amafi.fr

### Mathilde Le Roy

01 53 83 00 76 | mleroy@amafi.fr

### Mehdi Ounjema

01 53 83 00 73 | mounjema@amafi.fr

### Bertrand de Saint Mars

01 53 83 00 95 | bdesaintmars@amafi.fr

### Éric Vacher

01 53 83 00 82 | evacher@amafi.fr

Directeur de publication Bertrand de Saint Mars | Rédacteur en chef Philippe Bouyoux | Rédaction dossier Olivia Dufour |  
Direction artistique Rodolphe Herrera | Maquette Sabine Charrier | Imprimeur PDI - N° ISSN : 1761-7863 |



ASSOCIATION  
FRANÇAISE  
DES MARCHÉS  
FINANCIERS



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



<http://amafi.fr/topics/en/Linfo-amafi>



[@AMAFI\\_FR](https://twitter.com/AMAFI_FR) [in amafi-france](https://www.linkedin.com/company/amafi-france)

13, rue Auber, 75009 Paris | Tél.: 01 53 83 00 70 | email : [info@amafi.fr](mailto:info@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 identifiables par *la couleur verte*). Pour les autres documents, ils sont disponibles sur le site réservé aux adhérents.