

FISCALITÉ DE L'ÉPARGNE : L'URGENCE D'UNE RÉFORME

EDITO *35 milliards d'euros par an ! Voilà le rendement attendu de la proposition européenne de taxe sur les transactions financières (TTF). Voilà surtout qui en dit long sur les effets économiques du projet, car quand on vise une telle ponction, cela ne risque pas d'être indolore.*

Certes, le principe de résidence vise à taxer aussi les opérations situées en dehors de la zone TTF quand elles se relient avec des personnes situées dans la zone ou portent sur un produit qui y est émis. Mais cela ne peut éliminer un double risque, qui est en fait une certitude. D'une part, l'augmentation des coûts supportés par les émetteurs et les investisseurs de la zone : il est irréaliste de croire que les financiers pourraient sans dommage absorber ce coût, massivement élevé par rapport à leur activité. D'autre part, la destruction de pans entiers d'activités de marché ou leur transfert en dehors de la zone.

En réalité, au lieu d'une illusoire augmentation de recettes fiscales, c'est une perte qui se profile, dévastatrice pour l'emploi (cf. News p. 7).

En outre, l'enjeu est particulièrement fort pour la France : dotée du plus important secteur d'activités de marché des onze Etats concernés, c'est de loin elle qui a le plus à perdre.

Comme le fut l'année dernière le dispositif national de TTF, cette question va donc représenter un axe majeur de travail pour l'AMAFI au cours des prochains mois. Première étape : objectiver les effets économiques d'une démarche dont l'origine est une vision politique ignorante des réalités.

Pierre de Lauzun

Délégué général de l'AMAFI

SOMMAIRE

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



Face à la crise, le financement des entreprises est devenu la priorité absolue. Avec à la clé un rôle accru des marchés. Mais il ne suffit pas de pousser les entreprises à entrer en bourse, encore faut-il que les épargnants soient au rendez-vous.

FISCALITÉ DE L'ÉPARGNE : L'URGENCE D'UNE RÉFORME

Voilà des mois, voire des années que les entrepreneurs tirent la sonnette d'alarme sur leurs difficultés à trouver des financements. Suite à la crise de 2008, les autorités européennes ont décidé de renforcer les fonds propres des banques à travers la réglementation dite Bâle 3. Ces nouvelles règles prudentielles ont pour conséquence une diminution du crédit aux entreprises, qui vont devoir de plus en plus chercher du financement auprès des marchés. Une révolution car historiquement les sociétés européennes, et en particulier françaises, se financent beaucoup plus auprès des banques via l'endettement (76%), qu'en fonds propres sur les marchés financiers (24%).

C'est bien conscient des enjeux que l'actuel gouvernement s'est emparé du sujet à différents niveaux. Il a notamment mis en place la Banque Publique d'Investissement et soutient la création par Euronext d'une Bourse de l'Entreprise dédiée aux valeurs petites et moyennes. Mais à supposer même que l'on parvienne à convaincre les entreprises de se faire coter pour trouver du financement, encore faut-il ensuite inciter les épargnants à investir.

C'est pour cette raison que le gouvernement en octobre dernier a confié le soin aux députés de la majorité Karine Berger et Dominique Lefebvre de mener une réflexion sur la réforme de l'épargne financière. L'objectif est d'encourager le développement de l'épargne pour financer les entreprises sur le long terme. En clair : ramener les particuliers vers les marchés financiers. Une gageure en pleine crise !

Que sont devenus les actionnaires individuels ?

Il y a urgence : le poids des actionnaires individuels dans la détention des entreprises est passé de 14% en 2007 à 8,5% en 2012. Si l'on observe les chiffres de plus près, on s'aperçoit qu'en réalité, le taux d'épargne des français est de l'ordre de 15,5%, ce qui est élevé, mais seul 40% du total est dédié à l'épargne financière, soit 6,1%. Au final, sur quelque 3 700 milliards d'euros de placement financiers, seuls 672,6 milliards sont engagés dans le financement long, autrement dit moins de 20%.

Pour les PME-ETI, qui vont devoir se financer en capitaux propres sur les marchés financiers, trouver des investisseurs est une question de survie. Ce d'autant plus qu'une cotation est un exercice lourd, coûteux et complexe, même si l'ensemble des acteurs, opérateurs et pouvoirs publics, réfléchit depuis quelques années à la manière d'alléger le processus. « *Tout le système draine l'épargne vers les grosses capitalisations. C'est lié à l'aversion au risque qui caractérise l'épargnant français et dont les intermédiaires tiennent compte. Peu d'entre eux se risqueraient à conseiller d'investir dans une PME/ETI*, analyse Pierre-Yves Gauthier, fondateur du bureau de recherche indépendant AlphaValue. *Le succès de la gestion collective en France est une autre raison de la faiblesse de l'investissement long en actions chez les particuliers. D'où la nécessité d'assurer une bonne rémunération à ceux qui souhaitent investir dans les PME* ».

Mais la question est aussi cruciale au niveau des grands groupes composant l'indice CAC40.

Certes, ceux-ci ne rencontrent pas de difficultés pour trouver des capitaux, mais la désaffection des actionnaires français a pour effet de les placer à la merci des investisseurs étrangers. A l'heure actuelle, le capital des sociétés du CAC40 est détenu à 43% par des non-résidents. Or, il n'est pas inutile de rappeler qu'elles représentent 1,5 millions de salariés en France et 6 millions d'emplois indirects. La nature de leur actionariat est donc stratégique, c'est une question de souveraineté. Alors que faire ?

Inverser la tendance

En l'état, les réflexions en France comme à l'échelle internationale se concentrent sur la fiscalité. Les spécialistes commencent en effet à mettre en lumière, calculs savants à l'appui, la responsabilité de cette dernière dans la situation actuelle. Pratiquement tous les pays sont logés à la même enseigne car ils fonctionnent sur la même logique : les intérêts d'emprunt sont déductibles, pas les dividendes. C'est ainsi que la fiscalité a poussé naturellement les entreprises à privilégier la dette au détriment des capitaux propres. La situation est encore plus marquée dans l'hexagone car la fiscalité des sociétés est plus lourde qu'ailleurs, en tout cas sur les taux affichés, et la culture de marché moins développée qu'aux Etats-Unis ou à Londres. « *Un tel handicap fiscal est particulièrement choquant alors que les fonds propres constituent le carburant naturel de l'investissement des entreprises, source de croissance et d'emplois* » souligne Eric Vacher, Conseiller fiscal de l'AMAFI. « *Si l'on considère l'impact combiné de la fiscalité des entreprises et de la fiscalité de l'épargne : pour verser un montant de 100 euros net à un*



MICHEL AUJEAN,
ASSOCIÉ OF
COUNSEL DE TAJ,
SOCIÉTÉ D'AVOCATS
- ANCIEN DIRECTEUR
DE LA POLITIQUE
FISCALE À LA
COMMISSION EUROPÉENNE

La fiscalité semble considérée aujourd'hui comme le remède miracle pour développer l'épargne longue en actions et donc assurer le financement de l'économie. Est-ce le cas ?

C'est en effet une condition *sine qua non* pour orienter l'épargne des Français vers les entreprises. Mais elle n'est pas suffisante pour répondre, à elle seule, à la forte aversion au risque des épargnants, difficilement compatible avec l'investissement en actions, par définition risqué. Par ailleurs, les épargnants deviennent impatients car ils ont compris ces dernières années que ce qui est rentable, c'est le gain en capital pas les dividendes. Il va falloir faire preuve de pédagogie pour expliquer que l'épargne longue, c'est la promesse d'un rendement élevé à long terme. Quant à l'aversion au risque, elle a pour conséquence d'orienter l'épargne essentiellement vers les fonds en euros de l'assurance-vie. Il faut élargir la palette des instruments financiers proposés en travaillant sur un couple rendement/risque qui réponde aux attentes des épargnants

On commence à apercevoir la responsabilité de la fiscalité dans la panne actuelle d'épargne longue, en quoi a-t-elle joué un rôle ?

Depuis l'origine, le traitement fiscal des dividendes est moins avantageux que celui de l'intérêt de l'emprunt, les premiers sont taxés, alors que les seconds sont déductibles. C'est ainsi qu'on a incité les entreprises à privilégier l'endettement sur le financement par capitaux propres. Cette tendance s'observe dans le monde entier, mais elle est encore plus marquée en France qu'ailleurs.

Comment inverser le mécanisme ?

Il existe trois solutions possibles. Supprimer la déductibilité des intérêts d'emprunt, ce qui aurait pour effet d'élargir l'assiette de l'impôt sur les sociétés et pourrait être compensé par une baisse du taux d'imposition, mais cela aurait un effet négatif sur l'investissement. On peut aussi donner le droit de déduire un intérêt fictif correspondant à la rémunération des fonds propres. Cette solution a permis à la Belgique d'attirer des capitaux mais cela coûte très cher sur le terrain des recettes. La solution italienne est préférable : déduire un intérêt fictif ne portant que sur l'accroissement annuel des capitaux propres, ce qui permet ainsi de rétablir l'équilibre entre capitaux propres et capitaux empruntés. En plus, cette solution ne coûte rien à l'Etat en cas d'échec.

épargnant qui investit en actions, une société française doit produire un revenu brut de 270 euros, mais seulement de 240 euros pour verser 100 au porteur d'une obligation. Sa concurrente allemande n'aura qu'à produire 195 euros pour verser 100 au porteur d'une action et 135 au porteur d'une obligation ».

Les réflexions commencent à se développer sur ce dossier, même l'OCDE se penche dessus, mais il faudra sans doute du temps pour inverser totalement cette tendance et rendre fiscalement plus attractif le financement par fonds propres plutôt que par la dette.

Rendre attractif l'investissement en actions

D'ici là, l'outil fiscal peut être utilisé dans sa vocation classique d'incitation. Jusqu'à présent, la fiscalité de l'épargne s'est caractérisée par une absence de vision d'ensemble qui a eu pour effet concret de favoriser l'épargne courte. La loi de finances 2013 a même singulièrement aggravé la situation. Lorsqu'il a décidé d'aligner la fiscalité du capital sur celle du travail, le gouvernement n'a pas pris en compte la forte disparité des prélèvements sociaux - 8% pour les revenus du travail contre 15,5% pour ceux du capital - de sorte qu'en pratique le capital se retrouve plus lourdement taxé. Au final, la détention directe d'actions mais aussi d'obligations constitue l'épargne la plus imposée : entre 40,21 % et 58,21%. Voilà qui ne va guère dans le sens d'une incitation à quitter le Livret A cher aux Français pour se lancer dans l'investissement en actions ! « Il faut absolument libérer de tout

impôt sur les plus value la détention d'actions de toutes les sociétés, quelle que soit leur taille, dès lors qu'elle s'inscrit dans la durée » estime Pierre-Yves Gauthier. Ce sont bien en effet les actions - et les obligations longues - qui sont les instruments de marché d'un financement de long terme.

A ce titre, l'AMAFI a proposé, dans le cadre de la mission Berger-Lefebvre, la création de plusieurs outils, assortis d'une incitation fiscale importante. Par exemple, celle d'un PEA dédié aux PME, c'est-à-dire aux sociétés dont la capitalisation est inférieure à un milliard d'euros. Cette réforme semble avoir les faveurs du gouvernement puisqu'elle a été annoncée par François Hollande. Elle recommande aussi la transformation de l'actuel PERP, au résultat décevant, en Plan d'Épargne Retraite Populaire en Actions (PERPA) : à l'entrée il bénéficierait d'un crédit d'impôt à hauteur de 20% des versements et serait placé sous ombrelle publique via le Fonds de Réserve des Retraites. Enfin, un troisième outil est proposé : le Plan d'Épargne pour l'Investissement (PEI). Investi en majorité en actions, il serait soumis aux prélèvements sociaux, mais bénéficierait d'une imposition forfaitaire dégressive calquée sur celle de l'assurance-vie.

Aujourd'hui, le dossier est entre les mains des pouvoirs publics. Espérons que la mission parlementaire Berger-Lefebvre et les Assises de l'Entreprenariat, pilotées par la Ministre Fleur Pellerin, apporteront des solutions concrètes. A suivre ...

Olivia Dufour

■ ICSA - BEST PRACTICES FOR REGULATORY CONSULTATION

ICSA (*International Council of Securities Associations*) a publié ses "Best Practices for Regulatory Consultation", révisant ainsi un texte élaboré en 2004 intitulé «*Statement on Regulatory and Self-Regulatory Consultation Practices*». Cette révision a été motivée par le constat que l'ampleur et le nombre des réformes financières aujourd'hui en cours dans de nombreux pays - menées par ailleurs dans des délais très contraints - ne permettaient pas le respect de principes généralement admis à ce jour en matière de consultations réglementaires.

Le nouveau texte formalise ainsi 10 bonnes pratiques qui devraient présider aux processus de consultation. Elles couvrent tout le processus, depuis la mise en place d'un programme de consultation jusqu'à l'évaluation de l'efficacité des réformes entreprises, et mettent tout particulièrement l'accent sur le besoin de délais de consultation suffisants. Le document d'ICSA est disponible sur www.amafi.fr, rubrique « Documentation »

Véronique Donnadiou

■ RÉUNION EFSA, FRANCFORT, 27 ET 28 FÉVRIER 2013

EFSA (*European Forum of Securities Associations*), qui rassemble de façon informelle les associations allemande, britannique, danoise, française, espagnole, italienne et suédoise s'est réuni à Francfort les 27 et 28 février dernier. Parmi les nombreux sujets abordés, deux ont été plus particulièrement au centre des discussions. D'une part, le projet de taxe européenne sur les transactions financières, ainsi que les dispositifs nationaux déjà en place en France et en Italie. D'autre part, le statut des *Guidelines* de l'Autorité Européenne des Marchés Financiers (AEMF ou ESMA), avec un focus sur celles prises dans le cadre de la mise en œuvre du Règlement européen sur les ventes à découvert, dont notamment les exemptions pour les activités de tenue de marché, dans la mesure où ces *Guidelines* soulèvent de nombreuses questions du point de vue de leur contenu et de leur base juridique.

Véronique Donnadiou

■ OFFRES PUBLIQUES D'ACQUISITION (OPA)

Le gouvernement souhaitant insérer, dans un projet de loi « Gouvernance » en préparation, des dispositions permettant de protéger les entreprises contre les offres publiques hostiles et les prises de contrôle rampantes, l'AMF a consulté la Place dans l'urgence, par le biais de deux réunions réunissant les parties prenantes concernées, dont l'AMAFI. La principale mesure proposée est l'introduction d'un seuil de caducité automatique de 50% pour toute offre publique volontaire ou obligatoire. Cette introduction, déjà proposée pour les offres volontaires, dans le cadre de la consultation de janvier 2012 sur la réforme des offres publiques d'acquisition, avait fortement divisé la Place, et l'AMAFI s'était alors prononcée contre (AMAFI/12-08). Après examen au sein de son Comité Opérations Financières, l'Association a renouvelé son opposition à cette mesure qui, même élargie, ne lui paraît pas aller dans le sens de la protection des minoritaires.

Les autres mesures discutées se sont révélées plus consensuelles, qu'il s'agisse de la suppression ou de la réduction (probablement à 1%) du dispositif d'« excès de vitesse », de l'éventuelle extension (non retenue) de la faculté pour une société visée par une offre publique d'émettre des bons de souscriptions d'actions dits « bons Breton » ou encore de l'adoption éventuelle de mesures (très limitées) visant à favoriser l'actionnariat à long terme. Il semblerait toutefois que le calendrier de ce projet de loi soit quelque peu décalé.

Sylvie Dariosecq, Julien Perrier

■ TRADING AUTOMATISÉ

En février 2012, l'AEMF a publié des orientations visant à une application uniforme des directives MIF et Abus de marché pour ce qui concerne les systèmes de négociation automatisée, orientations que l'AMF a décidé d'appliquer par le biais d'une position (*Position AMF n° 2012-03*).

Trois de ces orientations ont toutefois suscité de fortes interrogations de la part des adhérents de l'AMAFI, de sorte que le Comité Conformité a souhaité y apporter son éclairage par le biais d'une note de position (AMAFI/13-15). Sont ainsi concernés l'obligation d'informer les autorités compétentes des risques importants et des principaux incidents, l'examen attentif de l'activité par le personnel chargé de la conformité et l'assignation au personnel de la conformité d'un rôle d'approbation en matière de levée de filtre. Concernant plus particulièrement ce dernier point qui est en contradiction avec le positionnement et le rôle effectif de la fonction conformité, l'AMAFI a saisi l'AMF afin qu'elle puisse l'examiner plus avant au regard notamment de l'interprétation que peuvent en faire ses homologues.

Stéphanie Hubert, Julien Perrier

FONCTION CONFORMITÉ JOURNÉE DE SENSIBILISATION

Poursuivant la démarche visant à mieux faire connaître la fonction conformité, le Comité Conformité s'est fortement impliqué dans l'organisation d'une journée de sensibilisation pour les étudiants du Master II Droit secteur financier de l'Université de Toulouse.

Quatre responsables de la conformité d'établissements adhérents, appuyés par le Directeur de la Conformité de l'Association, ont ainsi partagé avec les étudiants leur expérience et leur enthousiasme pour ce métier.

Stéphanie Hubert

LOI DE SÉPARATION ET DE RÉGULATION DES ACTIVITÉS BANCAIRES

Adopté en première lecture par l'Assemblée nationale mi-février, le projet de loi l'a été ensuite par le Sénat fin mars. Cet examen a conduit à divers amendements pour répondre aux préoccupations des parlementaires en matière de financement des *hedges funds*, de *trading* haute fréquence, de dérivés sur matières premières agricoles, de paradis fiscaux et, sur un autre plan, de frais bancaires. Pour autant, sur les deux principaux pans du texte que constituent la séparation des activités et la résolution, les modifications ainsi apportées n'ont pas conduit à la refonte de l'architecture initialement proposée par le Gouvernement.

L'Association a bien sûr exprimé plusieurs points d'attention à cette occasion (AMAFI / 13-03, 13-08 et 13-12). Elle regrette particulièrement que soit maintenue l'assimilation presque totale opérée entre établissements de crédit et entreprises d'investissement alors pourtant qu'en France les situations pouvant conduire à mettre en œuvre le dispositif pour ces dernières seront marginales, sinon inexistantes. Pour ne pas induire de contraintes inutiles dans un contexte où l'écosystème de marché national est confronté à de fortes difficultés, il aurait été pourtant légitime de n'inclure dans le dispositif de résolution que les entreprises d'investissement filiales d'un établissement de crédit ou celles dont le bilan dépasse un certain seuil fixé par décret au-delà duquel elles peuvent être présumées mener des activités, services et opérations susceptibles de créer des enjeux sur le plan de la résolution. Elle regrette également que n'ait pas été améliorée la diversité des compétences au sein du Collège de résolution de la future ACPR en y adjoignant une personnalité qualifiée ayant une bonne expertise dans les domaines de la banque et des marchés.

Si la plupart des dispositions du projet de loi vont dans le sens des évolutions réglementaires en cours au niveau européen, il faut

PRINCIPAUX AMENDEMENTS EN MATIÈRE D'ACTIVITÉS DE MARCHÉ

Juridictions non coopératives

En vue de lutter contre les paradis fiscaux, outre un renforcement général du dispositif LAB/FT, une nouvelle obligation de transparence impose aux établissements de crédit et entreprises d'investissement de publier chaque année, pour tous les pays de la planète, le nom de leurs filiales avec leur nature d'activité, chiffre d'affaires, effectifs et impôts payés. De caractère général par rapport à un objectif ciblé, cette mesure apparaît d'autant plus disproportionnée que c'est la responsabilité de chaque Etat qui est au premier chef engagée dans l'identification des pays dans lesquels il juge illégitime l'exercice d'une activité financière.

Abus de marché

L'interdiction de manipuler un indice et la possibilité de sanctionner administrativement et pénalement une telle manipulation sont désormais expressément prévues, tandis que les manquements et délits d'initiés et les manipulations de cours sont étendus aux instruments financiers négociés sur un système multilatéral de négociation sans être par ailleurs admis sur un marché réglementé.

Trading haute fréquence

Des mesures organisationnelles en matière de systèmes de négociation automatisés

s'imposent aux prestataires de services d'investissement, notamment en vue de conserver pendant une durée fixée par le règlement général de l'AMF tout élément permettant d'établir le lien entre un ordre donné et les algorithmes ayant conduit à son émission. Par ailleurs, des dispositions spécifiques sont prévues pour les entreprises de marché et les personnes qui gèrent un système multilatéral de négociation, en matière de capacité et de continuité des systèmes, de filtrage des ordres et de limitation du nombre d'ordres non exécutés, en particulier par des mesures tarifaires.

Dérivés de matières premières

Outre le soin de veiller « à la régularité des opérations effectuées sur des contrats commerciaux relatifs à des marchandises liés à un ou plusieurs instruments financiers », l'AMF se voit confier différentes missions en ce qui concerne les instruments financiers dont le sous-jacent est une matière première agricole pour :

- Imposer des limites de position ;
- Fixer des obligations de publication aux personnes dépassant les seuils de détention qu'elle a déterminés ;
- Publier un rapport hebdomadaire présentant les positions agrégées détenues sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation par les différentes catégories de personnes qu'elle aura définies.

néanmoins constater qu'elles ne sont pas toujours réellement en cohérence avec celles-ci, ce qui n'est d'ailleurs pas étonnant puisque les discussions européennes sont loin d'être finalisées sur ces sujets.

De façon préoccupante, il y a là un paradoxe majeur alors que pour créer le grand marché intégré européen, la capacité législative en ces domaines a été transférée de façon volontariste aux institutions européennes. Pour le secteur financier français, c'est un facteur de coûts et de déstabilisation supplémentaires avec le double enjeu de devoir, d'une part,

supporter des contraintes plus élevées que celles applicables à ses concurrents lorsqu'ils offrent leurs services et produits en France et, d'autre part, réaliser des adaptations successives avec la forte probabilité de remettre en cause une partie de celles effectuées dans un premier temps.

L'Association va continuer à suivre l'évolution du texte en seconde lecture. Une note sera prochainement adressée aux adhérents pour les informer des modifications les intéressant plus particulièrement.

Sylvie Dariosecq, Julien Perrier

■ PLACEMENT PRIVÉ OBLIGATAIRE

L'AMAFI a entamé, avec certains de ses adhérents, une réflexion préliminaire sur le placement privé obligataire en euros et sur les contraintes, réglementaires notamment,

qui freinent le développement de ce mode de financement des entreprises, surtout de taille moyenne, alors pourtant qu'il suscite l'intérêt accru des émetteurs, cotés ou non, et des investisseurs institutionnels.

L'Association a eu des premiers échanges avec d'autres associations de Place particulièrement concernées par le sujet, ainsi qu'avec l'AMF. Elle estime que ce sujet nécessite la plus grande attention, s'agissant notamment du besoin exprimé de standardisation de la documentation juridique qui favoriserait le développement de ce marché en permettant d'y attirer des investisseurs étrangers.

Sylvie Dariosecq, Julien Perrier

■ INSTRUMENTS FINANCIERS COMPLEXES

Mi-février, l'AMAFI avec certains de ses adhérents a rencontré les services de l'AMF concernant les modifications récemment apportées à leur méthode de décompte des mécanismes constitutifs des instruments financiers complexes (cf. *Position AMF n° 2010-05*). L'objectif était de discuter des modalités présidant à un changement de la méthode de décompte et plus particulièrement, des quatre mécanismes décomptés qui posent les difficultés de mise en œuvre les plus importantes.

A cette occasion, les services de l'Autorité ont rappelé que la lisibilité du produit par le client, et non le risque, guidait prioritairement l'approche de l'AMF. Ils ont par ailleurs convenu de communiquer les changements de méthode à l'AMAFI afin qu'elle puisse répercuter cette information à ses adhérents. Rappelons que la commercialisation des instruments financiers complexes reste un sujet d'actualité au niveau réglementaire, ces produits suscitant de plus en plus d'interrogations de la part de nombre d'autorités de supervision, et l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (OICV ou IOSCO) travaillant actuellement à des bonnes pratiques sur ce sujet à destination des régulateurs.

Stéphanie Hubert

■ OBLIGATION DE CONSERVATION DES MESSAGERIES ÉLECTRONIQUES

Faisant suite à sa consultation d'octobre 2012 (*AMAFI / 12-50*), l'AMF poursuit son initiative d'introduire une obligation de conservation des messageries électroniques à la charge des prestataires de services d'investissement, afin de pouvoir les utiliser lors de ses enquêtes et contrôles. Au cours d'une réunion de concertation avec les principales associations professionnelles, l'Autorité a précisé le champ de cette obligation qui viserait les courriels échangés par les personnes fournissant ou participant à la fourniture d'un service d'investissement ou d'un service connexe. Elle a également indiqué qu'elle n'envisageait pas d'imposer des modalités techniques d'enregistrement particulières (enregistrement au fil de l'eau ou en fin de journée). Malgré ces précisions, le projet de texte nécessite d'être encore clarifié sur un certain nombre de points, notamment quant au champ des personnes concernées et à la protection de la vie privée. L'AMAFI fera prochainement part de ses propositions à l'AMF à cet égard. Enfin, à ce stade, le calendrier d'adoption et d'entrée en vigueur de cette obligation, qui nécessite une disposition légale, n'a pas encore été arrêté.

Stéphanie Hubert, Julien Perrier

■ CERTIFICATION DES DIRIGEANTS

L'AMF a consulté les associations professionnelles concernées sur la possibilité d'exempter les dirigeants responsables des sociétés de gestion de l'obligation de justifier d'un niveau de connaissances minimales lorsqu'ils exercent l'une des fonctions nécessitant normalement de passer une certification professionnelle (comme par exemple celle de gérant). Elle estime qu'une telle exemption pourrait se justifier par le fait qu'elle apprécie le niveau d'expérience de ces personnes au moment de l'examen du dossier d'agrément de leur société. L'Autorité prévoit ainsi d'ajouter à son document « *Questions-réponses sur la certification des acteurs de marché* », un nouveau point sur ce sujet. L'AMAFI a souligné que si une telle dérogation devait être accordée, elle devrait s'appliquer à toutes les entreprises d'investissement, un certain nombre de celles n'exerçant pas l'activité de gestion de portefeuille étant également concernées par ce sujet (dirigeants exerçant également la fonction de vendeur par exemple). Surtout, au regard des objectifs de la certification, l'Association s'est déclarée favorable au passage de l'examen

par les dirigeants exerçant une fonction soumise à cette certification, tout en considérant toutefois que des modalités plus souples devraient alors être appliquées, notamment pour ce qui est du délai imparti pour passer cet examen (*AMAFI / 13-07*).

Julien Perrier

■ CONVENTION-TYPE AMAFI DE SERVICES À DES CLIENTS NON-PROFESSIONNELS

Après plusieurs mois de travaux, l'AMAFI a publié une nouvelle Convention-type de services (*AMAFI / 13-16a*), ainsi qu'une note d'observations (*AMAFI / 13-16b*), destinée à assurer la bonne compréhension de l'objectif et de la portée des clauses de la Convention-type. Même si la directive MIF est en cours de révision, le Comité juridique a en effet estimé nécessaire d'entreprendre cette actualisation au regard des évolutions constatées depuis 2005, date de publication de la précédente version (*AFEI / 05-47*). Outre que le nouveau cadre juridique ne sera pas en vigueur avant plusieurs mois, l'adaptation ultérieure de la Convention-type en sera en tout état de cause facilitée.

Ce modèle traite de la relation contractuelle avec les clients non professionnels. Les travaux doivent maintenant reprendre pour l'établissement d'une Convention-type avec les clients professionnels.

Sylvie Dariosecq, Julien Perrier

■ NOTES D'OPÉRATION TYPE

Les travaux ont repris au sein du Comité Opérations Financières pour la mise à jour des notes d'opération type concernant les augmentations de capital sans DPS et les émissions d'OCEANE, publiées par l'Association en juillet 2010 en concertation avec l'AMF (*AMAFI / 10-41 et 10-42*). Même pour les opérations qui se situent en dehors du cadre spécifique de la procédure simplifiée d'obtention du visa pour lequel elles ont été élaborées, ces notes-type constituent une documentation qui, étant approuvée par le régulateur, doit faciliter le processus d'obtention du visa pour les opérations financières qui y sont soumises. Les notes mises à jour devraient être adressées prochainement à l'AMF et, sous réserve des contraintes de validation du régulateur, elles devraient pouvoir être extériorisées avant l'été.

Sylvie Dariosecq, Julien Perrier

TAXE SUR LES TRANSACTIONS FINANCIÈRES – PROJET EUROPÉEN

Après l'approbation du Parlement européen et l'autorisation du Conseil statuant sur une coopération renforcée regroupant 11 Etats Membres favorables (Allemagne, Autriche, Belgique, Estonie, Espagne, France, Grèce, Italie, Portugal, Slovaquie et Slovénie), la Commission a présenté, le 14 février dernier, un dispositif de TTF européenne dont elle a chiffré le rendement à 35 milliards d'euros.

Très proche de la proposition de directive de septembre 2011, ce projet repose sur un champ d'application très large visant à taxer toutes les transactions financières, quel que soit le marché, l'instrument ou l'acteur dès lors qu'il existe un lien de rattachement territorial avec la « zone TTF », ce lien étant fondé principalement sur la résidence de l'une ou l'autre des parties à la transaction ou accessoirement, sur le lieu d'émission des instruments financiers échangés. Les taux d'imposition prévus sont laissés à l'appréciation de chaque Etat concerné, mais fixés a minima à 0,1 % pour les actions et obligations et à 0,01 % pour les produits dérivés. L'agenda, très ambitieux, envisageait initialement une entrée en vigueur au 1er janvier 2014, qui semble toutefois peu probable comme la Commission l'a elle-même laissé entendre depuis.

Accompagnée d'une analyse d'impact dont la qualité est plus que discutable, l'une des caractéristiques de la proposition de la Commission et l'absence presque totale d'exonérations. En matière de tenue de marché particulièrement est ainsi créé un effet de taxation en cascade, destructeur de nombre d'activités, incapables d'absorber les surcoûts en résultant. En l'état actuel, les entreprises de la zone doivent s'attendre à supporter une augmentation du coût de leur capital, ainsi que du coût de couverture de leurs risques, avec à la clé un handicap de compétitivité non supporté par leurs concurrents

hors zone. De ce point de vue, il sera d'ailleurs intéressant d'observer l'évolution du projet dont tout laisse supposer qu'il exclura au final de son champ les obligations souveraines, incluses dans celui-ci à ce stade. Pourquoi en effet, les Etats se priveraient-ils d'une telle manne fiscale s'ils ne craignaient d'en subir les répercussions en tant qu'émetteurs ?

Comme le souligne l'Edito de cette Lettre, pour les Etats participants, l'enjeu est celui d'une forte diminution des recettes fiscales et sociales attachées aux activités transférées ou supprimées et d'une perte d'emplois, d'autant plus

cet enjeu est particulièrement fort pour la France.

L'Association est bien sûr très mobilisée sur ce sujet dans le prolongement direct des travaux qu'elle a menés tout au long de 2012 sur le dispositif national de TTF. Outre, des discussions avec ses homologues européens et internationaux au sein d'ICSA et d'EFSA, elle vient ainsi d'organiser une première réunion d'échanges avec les cabinets d'avocats, membres abonnés, également très sollicités en la matière. L'objectif pour elle à ce stade consiste à rassembler les données montrant, activité par activité, les

PRINCIPE D'ÉMISSION ET PRINCIPE DE RÉSIDENCE IMPÔT DE BOURSE FRANÇAIS CONTRE STAMP DUTY BRITANNIQUE

Le projet européen ne tient aucunement compte des expériences nationales qui ont montré les dangers d'un critère territorial. En effet, au-delà même des raisons ayant poussé de très nombreux pays à supprimer les dispositifs de ce type dans les années 1990 et 2000, l'expérience comparée du *Stamp duty* britannique fondé sur le seul principe d'émission et de l'ex-impôt sur les Opérations de Bourse français (IOB), fondé sur le principe de résidence, est à la fois éclairante et alarmante.

Alors que l'IOB a du être supprimé en 2008 pour enrayer la destruction massive d'activités dans l'intermédiation financière française, disqualifiée par la City susceptible de servir la même demande sans taxation, le *Stamp duty* permet d'alimenter le Trésor britannique depuis plusieurs décennies, et pour des montants significatifs malgré l'ouverture et l'internationalisation des marchés financiers. Car, si la taxation des transactions sur la base d'un principe d'émission a des inconvénients établis en termes de diminution de la liquidité et d'accroissement du coût du capital pour les émetteurs concernés, elle évite en revanche la délocalisation et la distorsion de concurrence entre opérateurs financiers.

C'est d'ailleurs bien la raison pour laquelle le dispositif français de TTF mis en place l'année dernière, tout comme le nouveau dispositif italien, s'appuie sur un principe d'émission et non de résidence.

importantes pour certains que le poids relatif de leur secteur financier sera important par rapport aux autres.

Avec un secteur d'activités de marché qui reste le second d'Europe, même s'il est loin derrière celui du Royaume-Uni,

effets économiques que déclencherait la taxe dans un contexte où l'attrition actuelle de la Place française constitue par ailleurs un sujet de préoccupation fort au regard du rôle croissant des marchés dans le financement de l'économie.

Eric Vacher

FISCALITÉ

■ TTF - DISPOSITIF ITALIEN

Pour répondre aux attentes exprimées par certains de ses membres, l'AMAFI a organisé, le 28 février dernier, un Comité fiscal élargi consacré à l'entrée en vigueur du dispositif de TTF italienne. Pour introduire le débat, les experts italiens et français du Cabinet d'avocats Ernst & Young, membre abonné de l'Association, ont détaillé le contenu du dispositif et présenté ses principaux enjeux pour les activités d'intermédiation.

Eric Vacher

ZOOM AMAFI

ACTIVITÉS

AMAFI

Chiffres clés du 01/03/2012
au 01/03/2013

23 Réponses à des consultations publiées ou en cours

20 Notes d'analyse / d'information

9 Conférences et événements AMAFI

3 Normes professionnelles

2 Bonnes pratiques professionnelles

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

■ Les documents cités dans cette lettre sont disponibles sur le site www.amafi.fr lorsqu'il s'agit de documents publics (notamment les réponses de l'AMAFI aux consultations publiques). Pour les autres documents, ils sont disponibles sur le site réservé aux adhérents.

VOS CONTACTS

- **Philippe Bouyoux**
01 53 83 00 84 - pbouyoux@amafi.fr
- **Sylvie Dariosecq**
01 53 83 00 91 - sdariosecq@amafi.fr
- **Dominique Depras**
01 53 83 00 73 - ddepras@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
- **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

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

CONFÉRENCE

SHADOW BANKING
13 FÉVRIER 2013

Philippe Tibi, Président de l'Association, est intervenu à la Conférence organisée par Sciences-Po sur le *Shadow Banking* le 13 février dernier. Après un exposé du Professeur Enrico Perotti de l'Université d'Amsterdam sur les conséquences des protections au regard du droit de la faillite dont bénéficient les opérateurs sur le marché des pensions, Philippe Tibi s'est interrogé sur la réalité de ce qui est aujourd'hui entendu sous le vocable de *Shadow Banking*, ou finance parallèle. En effet, le *Shadow Banking*, largement assimilé à du financement par le marché, recouvre en réalité un grand nombre d'activités qui n'en ont pas les caractéristiques essentielles, et qui de ce fait paraissent plutôt relever du *Shadow Market*. Dès lors, les réflexions en cours sur ce sujet pourraient utilement distinguer, dans une perspective d'encadrement, les activités qui relèvent réellement du *Shadow Banking*, et celles qui n'en sont pas. La présentation de Philippe Tibi est disponible sur www.amafi.fr.

Véronique Donnadiou