



## DOSSIER

## LES CONTRATS DE LIQUIDITÉ EN PÉRIL

*Bruxelles a décidé d'imposer une harmonisation maximale des règles de marché en Europe.*

*À cette occasion, les contrats de liquidité, très utilisés en France, risquent de disparaître.*

Les marchés font-ils la loi ? de P.-M. Deschamps, entretiens avec P. de Lauzun et Ph. Tibi, coéd. RB Edition-Eyrolles, à paraître le 23 février 2012.

[www.revuebanquelibrairie.com](http://www.revuebanquelibrairie.com)  
[www.eyrolles.com](http://www.eyrolles.com)

EDITO *Les marchés financiers font-ils la loi ? La question semble provocante. Pourtant la posture adoptée par les candidats à l'élection présidentielle la rend totalement d'actualité.*

*En prenant il y a quelques mois l'initiative d'un livre de réflexions sur les questions que soulèvent les marchés et leur régulation, nous ne pensions pas qu'elle se révélerait aussi cruciale. Malheureusement, le débat insensé sur la taxe unilatérale sur les transactions financières qui se joue en ce moment, montre combien le rôle du marché est ignoré. Que la finance ait eu des défaillances, nul ne l'ignore, et certainement pas nous. Pour autant, quel est notre intérêt collectif à détruire notre Place financière ? Et cela au moment*

*où les actions de régulation menées depuis 2007 ont pour résultat d'augmenter notre dépendance au marché pour le financement de l'économie. Nos entreprises seront-elles mieux servies quand leurs besoins de financement seront assurés depuis l'étranger ?*

*Sous le questionnement de Pascale-Marie Deschamps, rédactrice en chef adjointe d'Enjeux Les Echos, nous avons souhaité répondre, sans détours, loin des idées reçues et des solutions toutes faites, à une série de questions que chacun se pose : le marché, la crise, l'austérité et la croissance ; son rôle pour l'économie, les entreprises, les ménages ; sa régulation ; les banques et la finance de l'ombre ; les enjeux pour la France.*

*Notre souhait, à la veille d'échéances électorales déterminantes, est d'éclairer les débats sur les marchés financiers et leur utilité, et d'interpeller les politiques sur des enjeux qui ne peuvent être ignorés. Il est vital que cela soit le cas et que les français entrent enfin dans le vrai débat.*

**Philippe Tibi et Pierre de Lauzun**  
Président et Délégué général de l'AMAFI

## SOMMAIRE

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

# LES CONTRATS DE LIQUIDITÉ EN PÉRIL

C'est classique en période de crise. Le législateur sert la vis. A Bruxelles, on a décidé notamment de renforcer la législation destinée à lutter contre les abus de marché, en clair, la manipulation de cours, le délit d'initié et la fausse information financière. Mais l'Europe souhaite dans le même temps peaufiner l'édification d'un marché unique des services financiers, ce qui implique de gommer tout ce que les réglementations nationales ajoutent à la législation européenne. En ce sens, le projet de directive Abus de marché rendu public fin 2011 rompt avec la première version du texte, datant de janvier 2003 et sa directive d'application d'avril 2004 qui permettaient aux autorités boursières nationales d'autoriser certaines pratiques de marchés reconnues localement. L'objectif d'harmonisation maximale en soi est louable, le résultat dans certains cas s'avère plus discutable. En l'espèce, la directive abus de marché pourrait, si elle était adoptée dans sa version actuelle, entraîner en France la disparition des contrats de liquidité simplement parce qu'ils représentent une pratique cantonnée à quelques Etats de l'Union.



## **favoriser la liquidité et la régularité des cotations**

Mais de quoi s'agit-il exactement ? Le contrat de liquidité est un accord conclu entre une société cotée et un établissement financier au terme duquel le prestataire utilise les sommes qui lui sont remises par l'émetteur pour acheter ou vendre des actions de

l'entreprise afin d'assurer la liquidité du titre, ou de corriger une anomalie de cours. Cette technique existe depuis plusieurs décennies. Elle a failli disparaître en 1998 lorsqu'on a réformé le régime du rachat d'actions. Le gendarme boursier n'y était alors guère favorable. Aujourd'hui, c'est une pratique de marché acceptée et d'ailleurs l'AMF s'inquiète à l'idée qu'elle puisse disparaître. C'est dire le chemin parcouru en 15 ans ! Il est vrai que le régulateur et l'AMAFI ont, tout au long de ces années, travaillé main dans la main pour encadrer cette pratique afin d'éviter les dérapages et de garantir les conditions de son utilité pour le marché. Ainsi, l'Association a mis en place un contrat-type qui définit ses conditions de fonctionnement, mais aussi une charte de déontologie. Celle-ci prévoit notamment dans son article 1 que : « *le contrat de liquidité doit avoir pour seuls objets de favoriser la liquidité et la régularité des cotations des titres d'une société émettrice ainsi que d'éviter des décalages de cours non justifiés par la tendance du marché. En tout état de cause, les opérations réalisées dans le cadre du contrat de liquidité ne doivent pas entraver le fonctionnement régulier du marché ou induire autrui en erreur* ». En clair, il s'agit de se garder de toute intervention susceptible de fausser délibérément le marché. La charte, dont la version initiale remonte à 2005, et qui a été revue au moment où le contrat de liquidité a été étendu aux systèmes multilatéraux de négociations organisés en 2008 (type Alternext), fixe également les conditions de l'indépendance de l'animateur, véritable

pierre angulaire du mécanisme. En particulier, sa rémunération ne doit dépendre ni des ordres qu'il passe, ni de l'évolution du cours de bourse de l'émetteur. Les opérations sont enregistrées sur un compte dédié par souci de transparence. Dans le même esprit, l'émetteur qui conclut un contrat de liquidité doit en informer le marché. Autant dire que la pratique est soigneusement encadrée pour éviter tout abus de quelque nature que ce soit.



## **une pratique largement répandue ...**

Sa disparition serait d'autant plus regrettable que le contrat de liquidité est utilisé massivement en France. A l'origine, il ne concernait que les valeurs petites et moyennes, aujourd'hui, il s'est étendu aux grosses capitalisations. « *Au 30 juin 2011, 73% des sociétés du SBF 120 avaient souscrit un contrat de liquidité* » souligne Hubert Brac de La Perrière Corporate broking manager chez Exane BNP Paribas. La technique n'a pas la même utilité selon qu'il s'agit d'une grosse capitalisation ou pas. « *Pour les mid-caps, il s'agit d'optimiser la liquidité du titre et donc de réduire le coût de la décote de liquidité appliquée par les investisseurs, ce qui, au final, réduit le coût du financement sur le marché pour l'émetteur concerné* » souligne ce spécialiste. Quant aux grosses capitalisations, même si elles souffrent d'une réduction de liquidité depuis la faillite de Lehman Brothers, l'intérêt est ailleurs : « *il s'agit d'améliorer la marge la liquidité des titres et de corriger les décalages*



**JEAN-PAUL PECHERY,**  
DIRECTEUR CORPORATE  
MARKET SERVICES,  
ROTHSCHILD & CIE

### A quoi servent les contrats de liquidité ?

Pour les *small et mid caps*, le contrat garantit aux actionnaires une liquidité minimum leur permettant de traiter au cours de marché. Pour les *big caps*, il s'agit de lisser les excès de volatilité et les forts décalages de cours ponctuels sans corrélation avec les fondamentaux du titre pour offrir aux investisseurs « un bateau stable sur une mer calme ».

### Ces interventions ne risquent-elles pas dans certains cas de fausser le marché ?

Les moyens alloués au titre du contrat de liquidité sont peu significatifs au regard de la capitalisation des sociétés, inférieurs à 0,5% pour les plus grosses capitalisations. De plus, rappelons que l'objet de ce type de contrat est de favoriser la liquidité des transactions et la régularité des cotations en évitant des décalages de cours non justifiés par la tendance du marché, sans entraver son fonctionnement régulier ou induire autrui en erreur. La physionomie du marché a considérablement évolué ces dernières années. Dans le carnet d'ordres, il y a aujourd'hui de nombreuses offres et demandes rapidement annulées, du fait notamment du *Trading* à Haute Fréquence, ce qui fausse la vision de nombreux investisseurs institutionnels quant à la profondeur du marché. La conséquence est que leurs interventions peuvent alors avoir un impact significatif sur le cours, désastreux pour eux mais aussi pour les autres investisseurs, et bien sûr l'émetteur. Au regard des contraintes grandissantes liées à l'évolution de la réglementation européenne, le contrat de liquidité confié à un prestataire indépendant est un outil indispensable, pouvant d'ailleurs permettre de contrer des tentatives de manipulations de cours qu'une insuffisance ponctuelle de liquidité est susceptible de faciliter. Ajoutons enfin que ces contrats très encadrés font l'objet d'une étroite surveillance de la part de l'AMF.

### Qu'advierait-il si la directive Abus de marché venait à les interdire ?

Cela poserait un vrai problème car le contrat de liquidité est utile aux émetteurs et aux investisseurs et donc nécessaire au bon fonctionnement du marché. Les investisseurs sont rassurés par ce type de contrat car, au-delà de la liquidité qui leur est assurée, ils savent que le risque de volatilité extrême est couvert. Pour les petites valeurs, la liquidité est un enjeu capital pour attirer les investisseurs et limiter le coût du financement de ces émetteurs sur le marché. A un moment où l'enjeu du financement des entreprises par le marché se renforce, il est donc très important que le cadre européen reconnaisse les apports de cette technique tant pour les *small et mid caps* que pour les *big caps*.

de cours non justifiés, c'est-à-dire liés aux bruits de marchés déconnectés des fondamentaux ou à des anomalies de trading, pour limiter la volatilité. Par notre présence dans le carnet d'ordres, nous développons une connaissance du marché des titres des émetteurs pour lesquels nous intervenons, d'autant plus précieuse que la multiplication des plateformes de négociation nées de la MIF a introduit beaucoup d'opacité sur les transactions. Nous sommes en mesure de leur apporter cette information » souligne Emmanuel Sasson, *Head of corporate broking* chez Exane BNP Paribas.

Evidemment, cette intervention à la demande de l'émetteur sur le cours de son titre peut conduire à suspecter la manipulation. En réalité, une telle intervention qui aurait pour objectif de soutenir un cours artificiellement est hors de proportion avec la réalité. « Nos analyses, présentées régulièrement à nos clients émetteurs, permettent de valider que nous intervenons en apport de liquidité. Les moyens alloués seraient rapidement consommés en cas d'interventions en soutien artificiel de cours. Actuellement on dénombre plus de 250 contrats sur des valeurs de l'indice CAC All-Tradable. C'est une pratique ancienne et régulièrement audité par le régulateur. Nous n'avons pas connaissance de cas dans lesquels l'AMF aurait été amenée à sanctionner un abus dans le cadre d'un contrat de liquidité » précise Hubert Brac de La Perrière.

### ... qui doit être reconnue au niveau européen

Si les contrats de liquidité sont très pratiqués en France, ils ne sont pas totalement absents des autres pays européens. Ainsi, on trouve une pratique similaire en Belgique, en Espagne, au Portugal, en Italie ou encore aux Pays-Bas. En revanche, d'autres pays sont souvent critiques de cette technique lui préférant le *market-making*. S'il y a également un enjeu de liquidité apportée au marché, la méthode en revanche diffère fondamentalement. L'animateur de marché utilise en effet les fonds de l'émetteur pour agir conformément aux objectifs déjà rappelés et en étant rémunéré par celui-ci dans des conditions assurant son indépendance. Au contraire, le *market maker* intervient avec ses propres capitaux dans la perspective d'y trouver une rémunération par rapport à un risque qui doit rester mesuré : il a donc besoin de *spreads* plus larges et d'une volatilité plus élevée. Sur fond de crise, et alors que l'Europe s'inquiète du financement de l'économie réelle et de la désaffection qui frappe les marchés dans tous les Etats de l'Union, le contrat de liquidité a le mérite de contribuer à résoudre la question de la liquidité des titres des *mid-caps* et de la volatilité des *big-caps*. Des atouts à ne pas négliger dans le contexte actuel, et qui devraient décider Bruxelles à créer un cadre européen pour le contrat de liquidité à l'occasion des travaux du Conseil et du Parlement européen.

## ■ RÉUNION INTÉRIMAIRE ICOSA PARIS, 5 DÉCEMBRE 2011

La réunion intérimaire d'ICOSA (*International Council of Securities Associations*) s'est tenue

à Paris le 5 décembre 2011, organisée par l'AMAFI. Une large partie de cette réunion fut l'occasion d'échanges nourris entre les nombreux membres d'ICOSA présents et les représentants des autorités françaises et européennes sur des sujets d'actualité tels que la crise de la zone euro et la régulation des marchés financiers.

Ainsi, Hervé de Villeroché, Chef de service à la Direction Générale du Trésor, a dressé les grandes lignes du plan adopté au G20 d'octobre 2011 relatif à la crise de la zone euro. Pour sa part, Thierry Francq, Secrétaire général de l'AMF, a présenté les axes de travail prioritaires du régulateur français, tandis que Rodrigo Buenaventura, Responsable de la Division des marchés de l'Autorité européenne des marchés financiers – AEMF (ESMA) présentait l'organisation et le calendrier de travail de l'Autorité. Enfin, Philippe Tibi, Président de l'AMAFI, a analysé les défis auxquels faisait face l'Europe en termes de modèle économique et financier. Ces thématiques, qui répondaient à une forte attente des participants, ont été prolongées par des discussions avec les intervenants.

La seconde partie de la réunion, réservée aux seuls membres, était consacrée à l'examen d'un certain nombre d'affaires courantes de l'Association.

**Véronique Donnadieu**

## ■ LUTTE CONTRE LE BLANCHIMENT

### Standards révisés du GAFI

Suite à sa réunion avec les représentants du secteur privé les 5 et 6 décembre derniers, et face à l'importance des problématiques soulevées, le GAFI leur a donné l'opportunité de proposer des modifications au projet de standards révisés. C'est ce qu'a fait ICOSA, le 14 décembre dernier (*cf. lettre au Président*

*du GAFI disponible sur [www.amafi.fr](http://www.amafi.fr)), afin de mettre plus particulièrement en avant deux points fondamentaux :*

- La nécessité d'un accès facilité, pour les assujettis, aux données relatives aux bénéficiaires effectifs, en introduisant une obligation, pour les personnes morales, de rendre cette information disponible ;
  - L'application de l'approche par les risques à l'ensemble des 40 recommandations du GAFI, y compris donc s'agissant des personnes politiquement exposées.
- Les recommandations révisées du GAFI devraient être adoptées en février 2012.

### Quatrième directive Blanchiment

La Commission européenne a entamé ses travaux de révision de la troisième directive Blanchiment, dans la perspective de proposer un projet de quatrième directive à l'automne 2012. Dans ce contexte, EFSA (*European Forum of Securities Associations*) a participé à une réunion organisée par la Commission avec différentes parties intéressées afin de recueillir leurs vues sur un certain nombre de points d'attention (pays tiers équivalents, approche par les risques, prise en compte des standards révisés du GAFI, définition commune des infractions de nature fiscales, etc.). L'AMAFI est par ailleurs en relation avec les autorités françaises engagées dans ce processus afin de s'assurer que les problématiques propres aux activités de marché soient prises en considération de façon adaptée.

### Rapport de contrôle ACP

L'ACP a engagé une révision de son questionnaire de contrôle LAB/FT, qu'elle entend réorganiser autour d'un tronc commun et de sections spécifiques à certaines activités, afin qu'il puisse être utilisé par l'ensemble de ses assujettis. L'AMAFI participe aux discussions relatives à ce sujet, menées au sein de la Commission Consultative LAB/FT de l'ACP. Par ailleurs, l'AMAFI poursuit ses travaux sur le projet de l'ACP de principes d'application sectoriels relatifs aux bénéficiaires effectifs des fonds.

**Stéphanie Hubert**

## RÉVISION DE LA DIRECTIVE MIF

L'ECON, le Comité du Parlement européen en charge notamment des affaires financières, a débuté son processus d'examen des projets de directive et de règlement de la Commission européenne portant révision de la directive MIF. Ce processus a été lancé par le rapporteur Markus Ferber avec la diffusion d'un questionnaire. L'AMAFI y a naturellement apporté sa contribution (*AMAFI/12-03*). Elle a ainsi particulièrement mis en exergue les points déjà identifiés lors d'une première analyse des projets de textes de la Commission européenne (*cf. Info AMAFI n° 103*). Ils concernent notamment :

- Sur les questions des marchés, et plus particulièrement sur l'articulation entre les différents systèmes de négociation, qu'ils soient marchés réglementés, systèmes multilatéraux de négociation, systèmes organisés de négociation (OTFs) ou internalisateurs systématiques, la nécessité de clarifier le dispositif au regard des objectifs qui sont poursuivis, particulièrement en termes de transparence pré-négociation.
- Sur l'articulation des pouvoirs entre autorités nationales et autorités européennes (Commission ou AEMF), l'importance d'un dispositif qui préserve un champ concurrentiel à la hauteur de ce qu'exige l'objectif de réalisation d'un marché intégré.
- Sur le régime accordé aux établissements financiers établis dans des pays tiers, les difficultés liées à un dispositif qui, outre une lisibilité faible, ne repose pas sur un principe de réciprocité suffisamment affirmé. L'Association a notamment rappelé à cet égard que, compte tenu de l'importance accrue qu'était appelé à avoir le financement par le marché

de l'économie européenne du fait de CRD 4 et Solvabilité 2, il ne pouvait être accepté que les acteurs financiers provenant de pays tiers puissent proposer leurs services et produits en Europe sans que les acteurs européens ne soient en mesure de faire de même dans les pays concernés.

■ Sur la consolidation des données post-négociation, et alors qu'un certain consensus est réalisé entre acteurs financiers sur l'intérêt d'une solution unique, le manque patent d'ambition du dispositif proposé par la Commission européenne.

Au-delà, un certain nombre de difficultés à caractère plus technique ont elles aussi été relevées, qu'il s'agisse notamment de l'impossibilité de continuer à utiliser des avoirs de clients de détail à titre de collatéral de leurs positions auprès des chambres de compensation, des conditions de traitement des produits et services liés, du trading haute fréquence, de la possibilité que des personnes puissent devenir membres de marchés organisés sans avoir été agréées au titre du service d'exécution d'ordre ou de négociation pour compte propre, et donc réglementées comme tels.

Au cours des prochaines semaines, en tenant compte du contexte que connaît actuellement le débat public sur les thématiques de marché, l'objectif est de préparer des propositions de modification et des argumentaires en conséquence à destination des institutions européennes et des pouvoirs publics français. Du côté du Parlement européen, le rapporteur Markus Ferber devrait présenter son rapport à la fin du mois de mars, les amendements à ce rapport devant être présentés et discutés au mois de mai et le vote final devant avoir lieu les 9/10 juillet.

**Véronique Donnadieu,  
Emmanuel de Fournoux**

## ■ ABUS DE MARCHÉ

Les travaux que mènent l'AMAFI dans le cadre de la révision de la directive Abus de marché se poursuivent (cf. *Info AMAFI n° 102*). L'Association travaille étroitement avec les autorités françaises autour des objectifs suivants :

■ Amélioration du dispositif proposé du point de vue de sa clarté et de sa lisibilité alors que l'extension considérable de son champ s'appuie sur des définitions et concepts souvent trop peu clairs ;

■ Maintien d'une flexibilité suffisante pour prendre en compte des spécificités nationales sans toutefois mettre à mal l'objectif d'harmonisation (réintroduction des pratiques de marché admises sous le contrôle d'ESMA) ;

■ Renvoi à des mesures de niveau 2 pour traiter les sujets techniques mal appréhendés aujourd'hui (inclusion des MTF et OTF dans le champ, notion d'information privilégiée pour les marchés de matières premières, encadrement des sondages de marché, etc.).

Les travaux du Conseil ont commencé à un rythme soutenu sous l'impulsion de la Présidence danoise alors que les premières auditions du Parlement européen ont débuté le 24 janvier et seront suivies de travaux tout au long du printemps pour un vote final en séance les 9/10 juillet. L'AMAFI partage par ailleurs ses vues avec ses homologues en Europe pour chercher à promouvoir des positions communes.

**Stéphanie Hubert**

## ■ RÉVISION DE LA DIRECTIVE TRANSPARENCE

L'AMAFI continue à être très attentive aux travaux en cours sur la révision de la directive Transparence, en liaison notamment avec la DGT. Deux points sont particulièrement importants de son point de vue :

■ Le mode de calcul des instruments à dénouement monétaire qui devrait se faire, non par rapport à la valeur nominale des actions sous-jacentes mais par référence à la position en delta sur ces instruments ;

■ La prise en compte, pour l'exemption du portefeuille de négociation des PSI, de l'ensemble des participations agrégées, ce qui aboutit de fait à neutraliser le principe même de l'exemption.

Le maintien de ces points conduirait en effet à une inflation de déclarations sans pertinence par rapport à l'objectif recherché et de nature à donner une information erronée au marché. L'AMAFI propose donc aux institutions européennes des solutions alternatives (*AMAFI / 12-05*) qu'elle devrait soutenir directement auprès d'elles dans le cadre de rencontres prévues dans les semaines à venir.

**Sylvie Dariosecq**

## ■ VENTES À DÉCOUVERT ET DÉRIVÉS DE CRÉDIT (CDS)

Le 15 novembre 2011, le Parlement européen a adopté le règlement européen relatif aux ventes à découvert et à certains aspects des CDS : « *Short Selling and certain aspects of Credit Default Swaps* ». La nouvelle réglementation sera approuvée formellement par le Conseil au cours des prochaines semaines et entrera en vigueur en novembre 2012. Ce règlement est articulé autour de cinq grandes dispositions :

■ La mise en place de certaines conditions pour les ventes à découvert portant sur des actions et emprunts souverains ;

■ L'interdiction des CDS souverains à nu ;

■ Des exigences de reporting aux régulateurs des positions courtes (actions et emprunts souverains) et de publication des positions courtes sur actions ;

■ La mise en place par les chambres de compensation de procédures de rachat pour les actions ;

■ La capacité confiée aux autorités compétentes et à l'ESMA de prendre, dans certaines conditions de marché, des mesures exceptionnelles pour une période de trois mois.

L'AMAFI soutient les orientations ainsi prises qui permettront d'harmoniser les règles au niveau européen et dont la majeure partie des dispositions rejoignent des propositions présentées ou soutenues par l'Association.

**Emmanuel de Fournoux**

■ **TRAITEMENT DES RÉCLAMATIONS**

Suite à la publication par l'ACP, le 15 décembre 2011, de sa recommandation sur le traitement des réclamations, l'AMF a mis

en consultation des modifications qu'elle propose d'apporter à certaines dispositions de son Règlement général concernant ce même sujet. Ces modifications s'inscrivent également dans le prolongement du rapport de l'AMF relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs.

Dans sa contribution, l'AMAFI a souligné que le surcroît de protection offert par ces nouvelles dispositions ne bénéficiera pas à tous les clients, dans la mesure où ceux en relation avec des établissements agissant sur le territoire en LPS ou par voie de succursale en seront exclus (AMAFI /12-04). Pour éviter toute ambiguïté préjudiciable s'agissant d'une problématique de protection des clients de détail, l'Association estime donc souhaitable que le sujet soit essentiellement traité par le biais d'une position délimitant précisément son champ d'application. Une telle approche aurait en outre le mérite de la cohérence avec celle suivie par l'ACP. Par ailleurs, l'AMAFI a souhaité que les dispositions issues de la directive UCITS IV, qui visent les sociétés de gestion, soient clairement dissociées de celles issues de la directive MIF, qui s'appliquent à l'ensemble des PSI. Des modifications textuelles sont également proposées afin de clarifier certaines dispositions et d'en permettre une mise en œuvre efficace.

De manière plus générale, l'AMAFI a regretté l'absence de démarche coordonnée entre l'ACP et l'AMF sur un sujet présentant de nombreux points de recouvrement, en méconnaissance du rôle assigné au Pôle commun.

**Stéphanie Hubert et Sylvie Dariosecq**

■ **SONDAGES DE MARCHÉ**

En tout début d'année, l'AMAFI a transmis à l'AMF, pour examen en vue d'une approbation en tant que code de bonne conduite, un projet de Norme professionnelle visant à mieux encadrer la pratique des sondages de marché (cf. *Info AMAFI n° 101*). Ce projet s'accompagne d'une demande de modification de l'article 216-1 du Règlement général de l'AMF qui régit aujourd'hui cette pratique. L'Association souhaite que ce nouveau cadre soit mis en place le plus rapidement possible afin de restaurer la confiance des différents intervenants (émetteurs, investisseurs et intermédiaires) et permettre aux émetteurs de bénéficier d'une pratique particulièrement essentielle dans les périodes de forte volatilité que connaissent les marchés actuellement.

L'AMAFI s'attache par ailleurs à promouvoir ce dispositif d'encadrement des sondages de marché au niveau européen, en particulier dans le cadre de la révision de la directive Abus de marché.

**Stéphanie Hubert et Marie Thévenot**

■ **OFFRES PUBLIQUES D'ACQUISITION**

L'AMF a soumis à consultation publique des modifications portant sur certaines dispositions de son Règlement général relatives aux offres publiques d'acquisition. Au moment de la rédaction de ces lignes, la réponse de l'AMAFI est en cours de finalisation. Elle devrait contenir des commentaires significatifs sur la proposition d'instauration d'un seuil de caducité automatique de 50% pour les offres volontaires qui soulève de fortes objections de la part de plusieurs établissements qui estiment que cette mesure ne sert ni l'intérêt du marché ni celui des actionnaires. Les dispositions relatives aux déclarations d'intervention en période d'offre publique suscitent également de fortes réserves liées principalement à des incohérences de texte ainsi qu'au calendrier proposé qui anticipe sur des modifications non encore entérinées au niveau national et communautaire.

**Sylvie Dariosecq et Stéphanie Hubert**

■ **PROSPECTUS ET TRANSPARENCE – TRANSPOSITION**

L'AMAFI a participé (AMAFI / 11-47 et 11-48) aux consultations lancées simultanément, fin 2011, par la DGT et l'AMF sur des propositions de modifications de nature législative et réglementaire visant à transposer en droit français la directive n° 2010/73/UE modifiant les directives Prospectus et Transparence. Dans ses observations générales, elle a insisté sur la nécessité d'une entrée en vigueur de ces modifications de façon coordonnée non seulement dans l'ordre juridique national mais également par rapport aux autres Etats membres. Elle a fait valoir également que l'adoption prévue d'actes délégués, devant préciser plusieurs dispositions de cette directive, d'ici le 1<sup>er</sup> juillet 2012 rendait impossible toute entrée en vigueur avant cette date.

Sur le fond, outre plusieurs propositions de rédaction visant à mieux se conformer au texte de la directive, l'Association a émis de sérieuses réserves sur la proposition de l'AMF visant à permettre l'abaissement de 5 M€ à 2,5 M€ du seuil en dessous duquel une opération sur un SMNO (Alternext) ne serait pas qualifiée d'offre au public et serait donc dispensée de l'établissement d'un prospectus. Outre le fait que ce pouvoir, donné au gestionnaire du SMNO, suscite des questions de fondement juridique, le renforcement des obligations des émetteurs qui en résulterait ne peut être considéré comme favorable aux PME, contrairement à l'objectif affiché. Une telle mesure aurait en outre pour effet paradoxal de mieux protéger celui qui investit dans une société cotée sur Alternext que sur le marché réglementé, ce qui est très discutable par rapport à une approche européenne érigeant les marchés réglementés comme ceux présentant le plus haut niveau de protection des investisseurs.

**Sylvie Dariosecq**

## FISCALITÉ

### ■ LOIS DE FINANCES ET TAXE SUR LES TRANSACTIONS FINANCIÈRES

A l'heure où cette Lettre part sous presse, une première loi de finances rectificative pour 2012 a été annoncée dans le cadre du Sommet social qui s'est tenu à l'Élysée le 18 janvier dernier. Elle comporterait une série de « mesures urgentes » parmi lesquelles l'introduction d'une taxe sur les transactions financières unilatéralement mise en place par la France. Face aux dangers d'une telle démarche, l'AMAFI s'est fortement exprimée dans différents médias (voir [www.amafi.fr](http://www.amafi.fr)), tout en apportant différents éléments de réflexion aux travaux menés par Bercy sur cette question. Au cours des prochaines semaines, elle poursuivra bien sûr ses actions en ce domaine.

En ce qui concerne les lois de finances adoptées en fin d'année (PLF2012, PLFSS 2012, PLFR 2011), on retiendra surtout un nouvel alourdissement de la fiscalité de l'épargne en actions :

- Avant même d'avoir eu à s'appliquer, le régime d'encouragement à l'épargne en actions qui a conduit les épargnants à conserver leur titres depuis 2006 est supprimé par un mécanisme de sursis d'imposition de portée extrêmement réduite.
- Le taux du prélèvement forfaitaire libératoire applicable aux revenus mobiliers (dividendes et intérêts) ainsi que celui de la retenue à la source sur les dividendes versés par des sociétés françaises à des personnes physiques résidentes d'un Etat de l'Espace économique européen est relevé de 19 % à 21 % pour les dividendes et 24 % pour les intérêts.
- Le taux global des prélèvements sociaux fixé à 12,3 % au 01/01/2011 est passé à 13,5 % au 01/10/2011.

A l'occasion des débats parlementaires, l'Association a souligné auprès des pouvoirs publics le signal très négatif donné aux épargnants et demandé que, dans les inévitables hausses de prélèvements dictées par la conjoncture budgétaire, l'épargne longue en actions bénéficie systématiquement de la clause de l'épargne la plus favorisée compte tenu du rôle décisif qu'elle joue pour le financement de l'économie.

Les principales mesures de ces lois de finances ont été résumées dans un document adressé aux adhérents (AMAFI / 12-06).

**Eric Vacher**

### ■ DROITS D'ENREGISTREMENT SUR CESSIONS DE TITRES

Parmi les mesures adoptées par la loi de finances pour 2012, le régime des droits d'enregistrement sur cessions à titre onéreux de droits sociaux a été modifié, pour plus particulièrement viser également les actes établis hors de France. Cette mesure a provoqué, en début d'année, de nombreuses questions de la part d'opérateurs étrangers, et en retour d'importants dysfonctionnements sur les marchés. A l'origine de ces questions, une confusion avec le dispositif français de taxation des transactions financières, seulement annoncé, et des difficultés d'appréciation de la portée réelle des changements effectivement apportés.

Après avoir fourni à ses adhérents des précisions sur la nature de ces changements, l'AMAFI, en concertation avec la FBF, a saisi l'Administration fiscale afin d'obtenir, dans les plus brefs délais, les clarifications attendues.

**Eric Vacher**

## aCTIVITÉS

### AMAFI

Chiffres clés du 01/01/2011  
au 01/01/2012

**26** réponses à des consultations publiées ou en cours

**17** notes d'analyse / d'information

**9** conférences et événements AMAFI

**2** normes professionnelles

**2** bonnes pratiques professionnelles



## ■ OBSERVATOIRE DES MÉTIERS 2010

Institué par la Convention collective, l'Observatoire des métiers a pour objet d'examiner les évolutions quantitatives et qualitatives de l'emploi dans la profession. La réunion de l'Observatoire qui s'est tenue le 8 décembre 2011 a permis l'examen des informations recueillies auprès des entreprises adhérentes au titre de l'exercice 2010. Les chiffres de 2010 concernent l'âge, l'ancienneté moyenne du personnel, le niveau de féminisation de la branche et le niveau de qualification :

**Ancienneté :** L'ancienneté du personnel diminue légèrement (60,05% de salariés ont moins de 5 ans d'ancienneté en 2010 contre 54,05% en 2009), toutes les tranches ayant une ancienneté supérieure à 5 ans étant en baisse par rapport à 2009. Sur une période de 10 ans, entre 2000 et 2010,

l'ancienneté des salariés tend à augmenter notamment dans les tranches allant de 5 à 24 ans d'ancienneté.

**Ancienneté moyenne en 2010 : 5,9 ans.**

**Age :** La répartition entre les tranches d'âge entre 2009 et 2010 fait apparaître une inversion de tendance pour les 3 premières tranches. La part de la population de la branche ayant moins de 30 ans augmente (28,60% en 2010 contre 22,34% en 2009) tandis que celle des tranches des 30-39 ans diminue (37,85 % en 2010 contre 40,52 % en 2009) comme celle des 40-49 ans (23,85 % en 2010 contre 28,07 % en 2009). En revanche, la tranche des plus de 50 ans est en augmentation constante sur les 3 dernières années. Sur une période de 10 ans, entre 2000 et 2010, un vieillissement global de la branche est constaté, la part des tranches les plus jeunes ayant diminué et celle des plus de 40 ans ayant

augmentée, passant d'environ un quart des effectifs en 2000 à environ un tiers en 2010.

**Age moyen dans la profession en 2010 : 35,9 ans.**

### **Niveau de féminisation de la branche :**

Le nombre de femmes travaillant dans la branche, observé depuis 2006, se stabilise autour de 38% des effectifs. Les embauches ne permettent pas, pour l'instant, de rééquilibrer davantage cette répartition des effectifs, les candidatures présentées aux postes proposés par les entreprises étant largement le fait de candidats masculins.

### **Niveau de qualification :**

on constate une stabilisation des effectifs cadres autour de 75% des effectifs totaux de la profession, les salariés de catégorie III.A représentant à eux seuls 67% des effectifs.

**Alexandra Lemay-Coulon**

## ZOOM AMAFI

### NOUVEL ADHÉRENT

■ **Nortia Invest**, entreprise d'investissement ayant pour principale activité la réception-transmission d'ordres. Ses principaux dirigeants sont MM. Vincent Dubois (Président) et Antoine Limare (Directeur général).

## 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 Donnadiéu**  
01 53 83 00 86 - vdonnadiéu@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
- **Bertrand de Saint Mars**  
01 53 83 00 92 - bdesaintmars@amafi.fr
- **Marie Thévenot**  
01 53 83 00 76 - mthevenot@amafi.fr
- **Eric Vacher**  
01 53 83 00 82 - evacher@amafi.fr