

EDITO *La réalisation d'une Union des Marchés de Capitaux (UMC) est une des priorités affichées par Jean-Claude Juncker. L'objectif ? Renforcer encore l'intégration des marchés. L'enjeu ? Répondre aux besoins de financement des entreprises, que les banques sont moins en mesure de satisfaire, et favoriser ainsi la reprise en Europe. Le risque ? Faire de la convergence et de la concurrence des principes directeurs alors que ceux-ci ne doivent être poursuivis que s'ils sont dans l'intérêt du développement des marchés, et notamment du financement de l'économie par les marchés, et donc des entreprises et des investisseurs, dont beaucoup dépendent étroitement et durablement de la capacité d'écosystèmes locaux ou régionaux à les servir.*

L'UMC est une opportunité qui doit être saisie si elle conduit à agir positivement et efficacement pour le développement des marchés. L'AMAFI a donc, depuis plusieurs semaines, entamé la réflexion pour que ce concept encore vague puisse former une plateforme d'actions, et apporter ainsi sa contribution aux travaux européens (cf. News p 4).

Mais cette initiative doit aussi être mise en parallèle avec le projet européen de taxe sur les transactions financières dont les dangers en termes de financement de l'économie, d'emplois et de recettes budgétaires ont été maintes fois soulignés dans ces pages. D'ailleurs le communiqué publié le 27 janvier dernier par les Etats impliqués, et affirmant leur volonté de s'entendre sur une taxe ayant une assiette large et des taux bas, a simultanément rappelé que celle-ci devait pleinement prendre en compte les impacts sur l'économie réelle et le risque de délocalisation du secteur financier.

Pierre de Lauzun

Délégué général de l'AMAFI

DOSSIER

LA TENUE DE MARCHÉ DANS TOUS SES ÉTATS



L'Europe est tentée de classer la tenue de marché dans les activités spéculatives. Attention à ne pas casser le marché en touchant à l'un de ses mécanismes essentiels.

SOMMAIRE

DOSSIER

P 2-3

NEWS / EUROPE - FRANCE

P 4-7

FISCALITÉ

P 8

ZOOM AMAFI

P 8

LA TENUE DE MARCHÉ DANS TOUS SES ÉTATS

Un animateur de marché est une entreprise, généralement une banque mais cela peut être aussi une entreprise dédiée, qui transmet en continu des prix à l'achat et à la vente, selon les cas à ses clients ou à l'ensemble du marché. En clair, il s'agit, résume Guillaume Lamand, Chargé de mission auprès de la Direction Générale d'Exane, de « fournir aux clients un service qui leur permet d'investir et de désinvestir d'un produit quel qu'il soit, actions, obligations, ou dérivés y compris les produits sur mesure, en passant par les marchés régulés ou en OTC ». On dit aussi tenue de marché, ou *market making* en anglais, ou bien encore apporteur de liquidité. Apporter de la liquidité, c'est bien le rôle central de cette fonction qui consiste à établir un pont entre acheteurs et vendeurs. La rémunération provient de la différence entre le prix d'achat et le prix de vente. « En réalité, il existe deux types de tenue de marché, analyse Philippe de Soumagnat, Public Affairs à la Société Générale. Une tenue de marché sur les marchés déjà liquides dont le but est d'enrichir la liquidité existante. Et puis il y a la tenue de marché stricto sensu sur instruments peu ou pas liquides où il s'agit d'assurer cette liquidité et où le teneur de marché se porte lui-même contrepartie et donc porte le risque. C'est là que l'activité est la plus indispensable au bon fonctionnement du marché ».

Reconnue d'utilité générale en France depuis 2013

Si l'on parle aujourd'hui de la tenue de marché ailleurs que dans le cercle restreint de la finance, c'est que dans le prolongement

de la crise des *subprimes* des réflexions se sont ouvertes dans nombre de pays et aussi à Bruxelles sur la nécessité de réorganiser les établissements financiers pour isoler les activités les plus risquées. C'est ainsi qu'on a commencé à s'interroger sur la nature, l'utilité et le niveau de risque attachés à la tenue de marché. La question de fond consiste à déterminer si elle est de nature spéculative ou si elle sert d'abord l'intérêt des investisseurs et du marché. Dans un article publié début 2014 dans la *Revue Banque* Edouard Fernandez-Bollo, alors secrétaire adjoint de l'ACPR montre que la réponse n'est pas simple : « une entreprise a recours à une émission obligataire pour se financer : la banque place les titres auprès d'investisseurs qui attendent d'elle qu'elle assure une certaine liquidité : ils veulent pouvoir revendre, par exemple 3 mois plus tard les obligations à la banque ou au contraire en acheter davantage. Jusqu'où la banque sert-elle son client et à partir de quand mise-t-elle sur l'évolution du titre pour en tirer profit ? ». Certains ont été tentés de résoudre la difficulté en considérant que cette activité était de la spéculation et qu'elle devait donc être cantonnée dans des filiales dédiées. En France, après un débat nourri, cette solution n'a pas été retenue car elle remet en cause fondamentalement l'ADN des marchés, depuis le marché primaire actions dont les primes de risques lors des émissions intègrent l'efficacité du marché secondaire, autrement dit la possibilité de revendre plus ou moins facilement les titres souscrits, jusqu'au marché obligataire entièrement articulé autour de la tenue de marché, en passant par le marché des dérivés où les teneurs de marché

répondent aux besoins très spécifiques en matière de couverture de risques. « Tous les instruments financiers intègrent un coût de liquidité dans leur prix, par conséquent, toucher à la tenue de marché c'est prendre le risque d'un bouleversement général avec potentiellement un effet prix négatif pour les investisseurs au travers d'un élargissement des spreads de cotation » prévient Guillaume Lamand. La loi du 26 juillet 2013 qui introduit un principe de filialisation des activités spéculatives des banques menées pour compte propre sur les marchés a posé 6 exceptions au bénéfice des activités considérées comme utiles à l'économie, parmi lesquelles figure la tenue de marché. L'AMF note sur son site à ce sujet : « La tenue de marché consiste à assurer la liquidité du marché, c'est-à-dire à permettre aux investisseurs de maintenir leur capacité à vendre ou à acheter des instruments financiers sur un marché secondaire à des prix compétitifs et sur une base continue. C'est l'une des plus importantes exceptions en ce qu'elle constitue une activité essentielle au financement de l'économie et au fonctionnement des marchés. Elle renforce la capacité des agents financiers à lever des capitaux sur le marché primaire ».

incertitude européenne

Au niveau européen, l'affaire s'annonce plus compliquée. L'article 17 du règlement européen de 2012 sur les ventes à découvert pose une exemption au bénéfice de l'activité de tenue de marché à compter du 1^{er} novembre 2012. Mais la réforme bancaire européenne en cours pourrait tout bouleverser. Michel



ANTHONY ATTIA,
PRÉSIDENT-DIRECTEUR
GÉNÉRAL D'EURONEXT
PARIS

En tant qu'entreprise de marché, estimez-vous que la tenue de marché est nécessaire au fonctionnement du marché que vous gérez ?

Chez Euronext nous préférons parler d'apporteur de liquidité ou de liquidity provider plutôt que de market maker. Pour nous, ces professionnels sont en effet indispensables car, par les fourchettes qu'ils affichent dans nos systèmes de négociation, ils nous permettent d'assurer nos missions relatives à la bonne tenue du carnet d'ordre, qu'il s'agisse des valeurs très liquides ou des valeurs qui le sont moins. S'agissant de ces dernières, il nous semble utile d'ailleurs d'ouvrir une réflexion sur ce qu'on entend par liquidité, la liquidité des valeurs moyennes étant par nature forcément différente de celle des entreprises du CAC 40. En effet, il ne s'agit pas de garantir un volume de transactions quotidiennes, mais d'assurer un minimum d'activité pour être en mesure de fournir une référence de prix aux investisseurs.

Les réformes européennes relatives à la séparation des activités bancaires risquent de remettre en cause la tenue de marché, considérée parfois comme une activité de nature spéculative ...

Il faut rappeler que la tenue de marché n'est pas de la spéculation, il s'agit d'une activité réglementée, pratiquée par des acteurs soumis à un grand nombre d'obligations qui se rémunèrent avec des marges très raisonnables. Lors de la refonte de la MIF, il a été un temps question d'assimiler cette activité à de la spéculation, puis le législateur européen s'est aperçu que c'était une activité indispensable au bon fonctionnement des marchés. En France aussi nous avons échappé à un cantonnement de la tenue de marché. Par ailleurs, les acteurs qui opèrent sur Euronext utilisent un contrat cadre validé par le régulateur.

Quels sont les acteurs et pensez-vous qu'il faille une définition et un cadre au niveau européen ?

Nous avons fait un bilan en fin d'année des acteurs avec lesquels nous travaillons. L'élément notable c'est leur diversité. Les grandes maisons utilisent leur puissance de feu sur des valeurs très liquides pour améliorer le prix et le carnet d'ordre, les acteurs plus petits assurent un minimum de liquidité aux petites valeurs. Une définition et un statut, pourquoi pas, si cela peut aider à mettre en valeur la nature et l'intérêt de cette activité, mais gare à ne pas poser des règles trop rigides !

Barnier alors Commissaire européen au marché intérieur a présenté le 29 janvier 2014 une réforme de séparation bancaire dans l'objectif de résoudre la question du *too big to fail* et *too complex to resolve*. En substance le projet interdit le trading pour compte propre et oblige par ailleurs à cantonner les activités les plus risquées. Dans un rapport publié en février 2014 et intitulé « De l'importance d'être séparé » l'association Finance Watch défend la solution du classement de la tenue de marché dans les activités à risques : « En raison de leur nature fondamentalement similaire, toute tentative pour opérer des distinctions entre ces activités ne peut qu'engendrer des situations par trop compliquées. Ainsi, les tentatives de la règle Volcker aux Etats Unis de séparer les opérations pour compte propre des autres activités conduisent à un dispositif extrêmement complexe, qui permet du coup d'échapper facilement à la réglementation et de procéder à des arbitrages réglementaires ». La France de son côté met en avant son modèle pour convaincre Bruxelles qu'il est possible de séparer tenue de marché et spéculation. « Le risque, même si l'Europe admet la nécessité de la tenue de marché, c'est une réglementation en deux temps, qui autorise la tenue de marché mais la soumet ensuite à de très fortes contraintes réglementaires, opérationnelles ou capitalistiques. Si bien qu'en pratique le market making deviendrait impossible ou réservé à quelques acteurs, acteurs pouvant être différents sur chaque produit » prévient

Guillaume Lamand. « Attention en effet à ne pas tout casser surenchérit Philippe de Soumagnat. Le risque, comme l'a souligné un député européen, est que la tenue de marché interdite aux acteurs européens soit récupérée par d'autres sur lesquels notre régulation a peu ou pas de prise. Ce serait absurde ! A fortiori quand en France nous avons réussi à définir des indicateurs techniques permettant au régulateur de s'assurer qu'on est bien dans la tenue de marché et pas dans la spéculation pour compte propre ». La Banque centrale européenne a d'ailleurs également pris part au débat en reconnaissant dans son avis sur le projet Barnier que la tenue de marché jouait un rôle important pour la liquidité et devait donc être « suffisamment préservée » dans le cadre d'une éventuelle séparation d'activités risquées.

Autre risque, le projet européen de taxe sur les transactions financières (TTFE), toujours en discussion. « En France, la TTF existe depuis 2012 mais nous en sommes exemptés et c'est heureux car elle est 5 fois plus élevée que nos marges ! C'est la même configuration en Italie, ce qui montre bien qu'à partir du moment où l'on explique notre activité, les politiques reconnaissent son utilité et la nécessité de l'exempter de taxe en raison de son fonctionnement » confie Hugues Morin, président de Mosaic Finance, une société indépendante de tenue de marché sur options sur actions traitées sur des marchés organisés, créée en 2010.

Olivia Dufour

UNION DES MARCHÉS DE CAPITAUX

Lors de sa nomination à la présidence de la Commission européenne le 15 juillet 2014, Jean-Claude Juncker a présenté à Strasbourg son programme de travail intitulé, «*Un nouvel élan pour l'Europe : Mon programme pour l'emploi, la croissance, l'équité et le changement démocratique*». Parmi les priorités affichées à cette occasion figurait la réalisation de l'Union des marchés des capitaux (UMC), l'objectif étant une intégration renforcée des marchés en vue notamment d'améliorer le financement de l'économie européenne et d'activer ainsi les leviers de la croissance qui lui font aujourd'hui défaut. Cette initiative d'UMC est aujourd'hui au cœur de la feuille de route du Commissaire Jonathan Hill, en charge du nouveau portefeuille Stabilité financière, Services financiers et Union des marchés de capitaux. Dans cette perspective, un livre vert doit être mis en consultation très prochainement sur la base duquel un plan de travail devrait ensuite être présenté à l'été 2015.

D'ores et déjà, plusieurs mesures sont évoquées par différentes parties prenantes : nécessité d'harmoniser les procédures collectives, allègement des exigences en matière de transparence et d'information des sociétés cotées, développement de la titrisation, réforme de la gouvernance d'entreprise, harmonisation des droits des actionnaires, développement d'un système centralisé européen d'informations sur les PME et ETI, développement des marchés de capitaux privés... Il est donc probable qu'un grand nombre d'entre elles seront, d'une manière ou d'une autre, à la base du futur plan de travail de la Commission.

Ayant pour cœur le financement de l'économie et le redémarrage de la croissance, le projet d'UMC rejoint des préoccupations au centre d'une large part de l'action de l'AMAFI depuis de nombreux mois. Elle a donc d'ores et déjà entamé la réflexion en vue d'apporter sa contribution lors de la

phase de consultation (*Voir encadré*). Il s'agit de transformer un concept au départ vague en une plateforme d'action positive.

De manière générale, l'AMAFI estime que l'Europe devrait se doter d'un cadre réglementaire approprié, favorisant le développement et le bon fonctionnement des marchés (sécurité, protection adaptée des investisseurs, diversité des modèles de marchés, cadre spécifique pour les PME/ETI etc.) tout en ayant la capacité de servir des écosystèmes multiples.

Cela implique de mener des évaluations d'impacts croisées, de ne pas avoir peur de revoir certaines législations qui se révéleraient nocives pour le développement de l'économie européenne (notamment lorsqu'elles posent des exigences disproportionnées en matière prudentielle ou d'information) et de n'envisager de nouvelles réglementations que si elles sont réalisables et indispensables pour atteindre les objectifs visés. Cette approche peut se décliner en une série de mesures concrètes *via* :

- Un cadre commun adapté aux PME / ETI ;
- Un label commun pour les titrisations utiles tout en développant les moyens d'une titrisation efficace et en véhiculant l'idée que la titrisation peut être bonne et indispensable ;
- Des mesures favorisant les formules de placements alternatifs, types Euro PP, TCN, avec une harmonisation au moins par zone monétaire ;
- Des investisseurs de long terme pour consolider l'actionariat européen, notamment au travers de fonds de pension ;
- Un cadre adapté et spécifique pour les marchés de matières premières ;
- Des outils propres à assurer la sécurité et la résilience des infrastructures de marché européennes.

L'Association poursuit ses réflexions : celles-ci seront bien sûr adaptées au regard des propositions qui seront formulées dans le livre vert à paraître.

Véronique Donnadieu

UMC : L'AMAFI IDENTIFIE TROIS ÉCUEILS ET QUATRE PRINCIPES

Trois écueils possibles à éviter :

- Lancer une nouvelle étape de sur-réglementation alors que la priorité en la matière doit aujourd'hui être la mise en œuvre effective des nombreuses réformes engagées ;
- Faire de la convergence littérale des textes un principe exclusif, alors que l'enjeu premier est le bon fonctionnement des marchés au profit des investisseurs et des émetteurs et que s'agissant du financement des PME et ETI, les questions de proximité sont souvent centrales ;
- Se concentrer sur le seul cadre juridique, dans une optique de concurrence parfaite, au lieu de viser d'abord au développement effectif des marchés concernés.

Quatre principes à mettre en œuvre :

- Mettre la priorité au développement des marchés et notamment des compartiments insuffisamment développés comme la titrisation, les PME ETI, l'Euro PP etc. avec un objectif de résultat concret, plus que de cadre abstrait ;
- Harmoniser les règles applicables aux valeurs, produits et marchés paneuropéens par taille ou nature, le cas échéant en définissant des standards communs pour développer ces marchés ;
- Reconnaître l'utilité de marchés locaux ou régionaux lorsque ceux-ci, de façon plus adaptée qu'un marché paneuropéen, servent les intérêts des émetteurs et des investisseurs ;
- Assurer l'existence d'un environnement propice au bon fonctionnement et au développement vivant des marchés précédents par la mise en place d'un cadre commun approprié et construire une approche réglementaire européenne, en matière financière, à l'aune de ces divers objectifs.

■ MIF 2

Le 19 décembre dernier, dans le cadre de l'élaboration des mesures d'application de niveau 2, l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) a publié un document de consultation sur les 38 normes techniques qu'elle doit proposer à la Commission européenne (34 normes techniques de réglementation et 4 normes techniques d'exécution). Leur enjeu concerne plus particulièrement la liquidité des marchés sur les instruments autres que les actions et instruments assimilés (*non-equity*), le calibrage des seuils d'exemption à la transparence, l'encadrement des activités de négociation automatisée et enfin, la mise en place d'un système de limites de position sur matières premières et de déclaration. L'AMAFI poursuit donc les travaux menés l'été dernier (AMAFI/14-29) qui l'avaient conduite à formuler différents points d'attention et propositions par rapport aux orientations tracées dans son *discussion paper* par l'Autorité.

Dans le même temps, l'AEMF a publié les avis techniques qu'elle a transmis à la Commission européenne, notamment sur l'ensemble des sujets relatifs à la protection des investisseurs qui avaient fait l'objet d'une consultation l'été dernier (AMAFI/14-28). Les points d'attention d'ores et déjà identifiés par l'AMAFI (AMAFI/15-05) concernent :

- Le traitement de l'analyse financière en tant qu'avantage non monétaire (*inducement*) alors que, d'une part, ce choix ne découle d'aucun impératif déterminé par la directive de niveau 1, d'autre part, que ses effets macroéconomiques sont totalement ignorés, et tout particulièrement en ce qui concerne l'accès aux financements de marché des petites et moyennes entreprises dont le rôle est pourtant crucial pour la croissance européenne.
- La définition du *trading* haute fréquence (THF) qui conduit à incorporer sous cette dénomination stigmatisante les activités de tenue de marché ;
- L'absence de prise en compte de la réalité de la relation vis-à-vis de chaque catégorie de clients dans la gouvernance produits et la publication des charges et coûts.

L'Association mène donc, en coordination avec ses homologues, des actions pour que la Commission européenne prenne en compte ces préoccupations dans les textes de niveau 2 qu'elle doit adopter sur la base des avis techniques de l'AEMF.

**Véronique Donnadieu, Stéphanie Hubert
Emmanuel de Fournoux, Victor Maurin**

■ TENUE DE MARCHÉ

La tenue de marché se trouve au cœur des discussions européennes sur la séparation bancaire et la mise en place d'une taxe sur les transactions financières. L'objectif, alors que cette activité fait intervenir le compte propre des établissements financiers, est de la distinguer clairement des activités purement spéculatives lorsque la tenue de marché est effectuée au bénéfice des clients ou du marché. Comme cela commence de plus en plus à être souligné, et notamment par la BRI et la BCE, cet outil est en effet indispensable au bon financement des Etats et des entreprises, comme à la couverture des risques supportés par les agents économiques et les investisseurs (*Voir également le dossier page 2*) : il est donc essentiel que les réformes en cours le préservent.

Alors que les caractéristiques de la tenue de marché peuvent être difficile à appréhender en raison de leur technicité, l'AMAFI a estimé utile de présenter les principaux traits de cette activité et d'en souligner les enjeux dans un document synthétique (AMAFI/15-03). Celui-ci vient d'être adressé largement aux autorités françaises et européennes. Il rappelle qu'il est impératif d'assurer, d'une part, que la réforme structurelle du secteur bancaire européen n'emporte pas la filialisation des activités de tenue de marché au service des clients et, d'autre part, que ces mêmes activités soient exonérées de taxe européenne sur les transactions financières, quels que soient le périmètre et la forme de cette taxe.

**Emmanuel de Fournoux,
Victor Maurin**

■ MIF 1 - DÉRIVÉS SUR MATIÈRES PREMIÈRES À DÉNOUEMENT PHYSIQUE

Pour résoudre les divergences d'interprétation concernant la qualification d'instruments financiers de certains dérivés sur matières premières à dénouement physique l'AEMF a lancé fin septembre une consultation afin de proposer une harmonisation au

niveau européen de la classification de ces dérivés (*forwards*). L'enjeu est d'assurer une cohérence d'approche entre les dispositifs MIF et EMIR, dont les champs d'application se déterminent au regard de la notion d'instruments financiers.

Parce que cette recherche de cohérence est essentielle, notamment au regard du cadre juridique qui s'applique au différents intervenants de ces marchés, l'AMAFI a marqué son soutien à l'approche proposée par l'AEMF (AMAFI/14-56).

Véronique Donnadieu

■ DISCIPLINE DE MARCHÉ

L'AMAFI et l'AFTI ont publié une contribution commune sur les questions de discipline de marché abordées par le Règlement sur les dépositaires centraux de titres (CSDR) et ses mesures d'application, actuellement en cours d'élaboration, en précisant notamment les modalités d'un système de pénalité et de *bail-in* opérationnel en mesure de répondre aux enjeux liés au respect des procédures de compensation et de règlement-livraison (AMAFI/14-52).

Par ailleurs, l'AEMF a publié fin décembre trois documents de consultation sur les standards techniques, les avis techniques et les orientations qu'elle compte proposer ou prendre. L'AMAFI y répondra, en concertation avec l'AFTI, en se concentrant principalement pour sa part sur les questions de discipline de marché.

**Emmanuel de Fournoux,
Victor Maurin**

■ INDICES DE RÉFÉRENCE

La rapporteure du projet de Règlement auprès du Parlement européen, Cora van Nieuwenhuizen, a rendu public son projet de rapport le 11 décembre dernier. C'est sur cette base que s'organisent les discussions au sein de la Commission des Affaires économiques et monétaires, pour un vote prévu le 5 mars 2015. Elle propose une approche proportionnée, consistant à appliquer moins de contraintes

EUROPE

aux indices non-critiques, qui incluent les indices maison, principal point d'attention de l'AMAFI. Cette approche est soutenue par l'Association : elle répond en effet à la problématique principale posée par le projet de la Commission qui applique un ensemble de règles administrativement très lourdes à l'ensemble des indices de référence, sans suffisamment prendre en compte les risques qu'ils induisent effectivement. De son côté, le Conseil n'a pu aboutir à un compromis à l'issue de la Présidence italienne et le travail se poursuit donc sous Présidence lettone, en particulier en ce qui concerne l'encadrement des indices dits critiques et le rôle dévolu à l'AEMF.

Stéphanie Hubert, Julien Perrier

■ PROSPECTUS

L'AEMF a consulté cet automne sur des projets de normes techniques de réglementation nécessaires à la mise en application de nouvelles dispositions insérées dans la directive Prospectus par la directive n° 2014/51/UE (Omnibus II) entrée en vigueur le 23 mai 2014. Ces projets concernent la procédure d'approbation des prospectus, l'incorporation d'informations par référence dans le prospectus, la publication des prospectus et la diffusion de communications à caractère promotionnel annonçant l'intention d'offrir des valeurs mobilières au public ou de faire admettre des valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé. Dans l'ensemble ils ne soulèvent pas de difficultés, étant observé toutefois que le champ strictement limité des informations pouvant être incorporées par référence pourrait réduire la possibilité pour les émetteurs non européens d'avoir recours à cette pratique (AMAFI / 14-54).

Sylvie Dariosecq, Julien Perrier

■ PRIIPS

Le Comité mixte des autorités de surveillance européennes a lancé une consultation le 17 novembre dernier pour une période de trois mois afin de recueillir les observations des parties intéressées sur les approches à privilégier dans l'élaboration des mesures de niveau 2 du Règlement PRIIPS (Produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance).

Ces mesures concernent le document d'informations clés qui devra être remis aux clients non professionnels investissant dans les instruments financiers concernés : produits structurés, dérivés, obligations convertibles, contrats d'assurance en unités de compte et, à terme, fonds UCITS et AIFM. L'AMAFI est très impliquée sur ce sujet qui aura des impacts organisationnels majeurs chez les producteurs de tels instruments, du fait du champ large concerné et des dizaines de milliers de produits impactés. L'Association, par le biais d'un groupe de travail dédié, œuvre pour que soient adoptées des solutions claires pour l'investisseur et industrialisables par les professionnels. Au-delà de la réponse à cette consultation, elle a également élaboré des propositions concrètes pour l'établissement de l'indicateur de risque qui devra figurer dans le document d'informations clés (AMAFI / 14-40). Cette consultation sera suivie d'une consultation plus technique au printemps 2015 et d'une proposition de mesures techniques à l'automne.

Stéphanie Hubert et Julien Perrier

ACTIVITÉS AMAFI

Chiffres clés du 01/01/2014 au 01/01/2015

24 Réponses à des consultations publiées ou en cours

12 Notes d'analyse / de position

18 Conférences et événements AMAFI

5 Normes professionnelles

3 Bonnes pratiques professionnelles

FRANCE

■ FONDS DE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE FRANÇAISE - FFEF

Cela fait deux ans maintenant qu'après de nombreux interlocuteurs (décideurs politiques, partenaires sociaux, pouvoirs publics, ...), l'AMAFI soutient l'idée de créer, sur le modèle du Fonds de réserve des retraites, un FFEF susceptible de mobiliser au service de notre économie environ 100 Mds€ détenus au regard de passifs à long, voire très long terme, mais employés dans des actifs dont l'horizon de détention est beaucoup plus court. Le Hors série sur le financement de l'économie publié en décembre 2012 par Revue Banque en partenariat avec l'Association, présentait ainsi ce projet sous la plume de Philippe Tibi et Christian Dagnat.

Cette problématique a formé l'une des conclusions des Assises du financement de l'investissement tenues en septembre dernier à l'Élysée. En vue « de réorienter l'épargne vers le secteur productif », le Président de la République a en effet affirmé sa volonté, sur les 200 Mds€ que détiennent les caisses de retraites complémentaires, « de redéployer au moins 5 Mds€ de ces fonds vers les PME et les ETI ».

Et il a missionné René Ricol à cette fin. L'action menée depuis lors a donc souligné la nécessité de concentrer cet effort sur la classe d'actifs critique que représente le capital-risque. Le financement des *start-ups* est en effet crucial : trop souvent, des jeunes sociétés à vocation mondiale peinent à trouver en France les capitaux dont elles ont besoin, ce qui les conduit soit à freiner leur développement, soit à rechercher ces capitaux à l'étranger en déplaçant leur centre de gravité (ainsi que leurs opérations financières et leur place de cotation future) hors du territoire. L'enjeu est d'autant plus réel qu'il n'existe pas à ce jour de capitale européenne du capital-risque et que Paris est en mesure de nourrir cette ambition.

Bertrand de Saint Mars

■ FINANCEMENT DES ENTREPRISES

Euro PP

Une étape majeure dans les travaux de Place conduits sous l'égide du Comité de Pilotage Euro PP a été franchie début janvier par la publication de deux modèles de contrats pour le format prêt et le format obligataire de ces opérations, en versions française et anglaise. Ces contrats-types, fruits d'une démarche consensuelle avec une représentation active des différentes parties prenantes (émetteurs, investisseurs, intermédiaires), complètent ainsi la Charte Euro PP publiée en 2014 pour répondre aux besoins des émetteurs et des investisseurs, français et étrangers de toutes tailles, sur le marché en croissance de l'Euro PP. Au-delà du marché national, ces contrats ont en effet une vocation internationale, coordonnée notamment avec l'*International Capital Market Association* (ICMA) pour le contrat obligataire.

Avec l'appui de la Banque de France et du Trésor, différents chantiers se poursuivent et des actions de promotion de ce marché et des outils aujourd'hui disponibles (Charte, contrats types, ...) sont en préparation. Ainsi, les premières *Rencontres Euro PP*, qui se tiendront le 13 mars prochain, devraient être un lieu d'échange privilégié entre les différents acteurs de ce marché.

Les modèles de contrats sont disponibles sur le site de l'AMAFI : www.amafi.fr et sur le site dédié de l'Euro PP : www.euro-privateplacement.com

TCN

Côté marché des TCN (titres de créances négociables), les travaux engagés également sous l'impulsion de la Banque de France et du Trésor se poursuivent. Des propositions très concrètes de simplification du cadre juridique applicable et de certains aspects opérationnels sont en cours d'élaboration avec l'objectif de faciliter la réalisation de ces opérations et d'attirer de ce fait davantage d'investisseurs internationaux.

Sylvie Dariosecq

■ MANDAT DE GESTION PROGRAMMÉE - CONSTITUTION D'UN GROUPE DE TRAVAIL

Les conditions dans lesquelles des dirigeants d'une société peuvent intervenir sur les titres de celle-ci sont précisément encadrées compte tenu des risques d'abus de marché que cela implique. L'AMF a ainsi émis une Recommandation n° 2010-07 « *Guide relatif à prévention des manquements d'initiés imputables aux dirigeants de sociétés* ».

Des problèmes d'interprétation et de mise en œuvre de ces dispositions se font toutefois jour, renforcées à un moment où de plus en plus d'entreprises doivent faire appel au marché pour financer leur développement. Pour répondre aux difficultés opérationnelles auxquelles sont confrontés certains adhérents dans l'accompagnement de leurs clients émetteurs sur cet aspect, un groupe de travail dédié vient d'être mis en place à l'AMAFI. Son premier objectif est de recenser les difficultés rencontrées.

Sylvie Dariosecq, Julien Perrier

■ OBLIGATIONS LIÉES AU STATUT D'ENTREPRISE D'INVESTISSEMENT

L'AMAFI a procédé à la mise à jour de sa note de présentation synthétique des principales obligations attachées au statut d'entreprise d'investissement. Cette nouvelle version (*AMAFI / 15-04*) intègre désormais les modifications législatives et réglementaires intervenues en cette matière depuis la dernière actualisation de la note, réalisée à l'automne 2012. Elles concernent notamment la gouvernance et les politiques de rémunération des entreprises d'investissement, ainsi que les exigences prudentielles auxquelles elles sont soumises, afin de tenir compte des nouvelles obligations résultant du Paquet CRD IV. En outre, cette mise à jour a également permis d'intégrer dans la note les nouvelles exigences désormais imposées aux entreprises d'investissement en application de la loi de séparation et de régulation des activités bancaires, adoptée en juillet 2013, telles que la communication d'informations sur leurs implantations à l'étranger et l'obligation d'adhérer à un fonds de garantie des dépôts et de résolution.

Sylvie Dariosecq, Julien Perrier

■ BLANCHIMENT DÉCLARATIONS DE SOUPÇON

Afin de tenir compte des récentes évolutions législatives et réglementaires intervenues en matière de lutte contre le blanchiment de capitaux, l'ACPR et Tracfin ont engagé des travaux pour actualiser leurs lignes directrices conjointes sur l'obligation de déclaration de soupçon à Tracfin. Un projet de mise à jour de ces lignes directrices est ainsi en cours d'examen au sein de la Commission consultative LCB-FT de l'ACPR, à laquelle participe l'AMAFI.

Ce projet couvre notamment la nouvelle obligation introduite par la Loi de séparation et de régulation des activités bancaires, de communication systématique d'informations à Tracfin sur certaines opérations de transmission de fonds ou présentant un risque de blanchiment élevé en raison du pays d'origine ou de destination des fonds.

Parmi les commentaires qu'elle a transmis à l'ACPR, l'Association a manifesté des inquiétudes sur certains développements du projet de lignes directrices, notamment celui qui semble préconiser d'effectuer une déclaration de soupçon en l'absence d'assurance raisonnable sur la licéité des fonds plutôt qu'en présence d'un soupçon, renversant ainsi le fondement de l'obligation.

Julien Perrier

CONFÉRENCE

RENCONTRES DES PROFESSIONNELS DE LA DETTE ET DU CHANGE

L'AMAFI et les autres associations de Place ont organisé les 6^{ème} Rencontres des professionnels de la dette et du change, le 5 février 2015 sur le thème : « *L'industrie financière : nouvelles données* ». L'événement a été articulé autour de 2 tables rondes : la première sur l'impact des taux négatifs sur les marchés, la deuxième sur les réglementations récentes (Bâle 3, CRD 4, MIF et EMIR).

Stéphane Giordano, président de l'AMAFI a participé à cette deuxième table ronde.

■ LOIS DE FINANCES

Les lois de finances adoptées en fin d'année (LF 2015, LFSS 2015, LFR 2014) sont significativement moins denses que celles des années précédentes. Parmi les mesures susceptibles d'intéresser le secteur financier figure l'introduction d'un régime d'intégration fiscale « horizontale » : les sociétés sœurs françaises, filiales de société-mère européenne, peuvent désormais constituer entre elles un groupe fiscal. Mais on retiendra surtout l'alourdissement sans précédent de la contribution du secteur financier qui devrait se traduire par un prélèvement supplémentaire d'environ 15 milliards d'euros sur les neuf prochaines années. Il s'agit principalement de la nouvelle contribution au fonds européen de résolution unique (FRU) pour un montant annuel global compris entre 1,1 et 1,9 milliards d'euros mis à la charge des établissements financiers français et non déductible de leur résultat imposable. La suppression progressive de la taxe de risque systémique d'ici à 2019, qui devient également non déductible du résultat imposable entre 2015 et 2019, ne contrebalance que très partiellement cet alourdissement.

En outre, le secteur bancaire se voit assujéti à une nouvelle contribution, également non déductible, au titre du financement du fonds de soutien aux collectivités publiques ayant souscrit des emprunts toxiques. Parmi les autres mesures des lois de finances de fin d'année, notons que le dispositif fiscal des rachats d'actions est aménagé dans le sens souhaité par l'Association (cf. Info AMAFI n° 117). Cette modification prenant en compte la décision du Conseil Constitutionnel, aboutit à la généralisation simplificatrice de l'imposition de tout transfert de propriété d'actions selon le régime général des plus-values de cession de valeurs mobilières.

Eric Vacher

■ TTF - MISE À JOUR DU GUIDE AMAFI

Une version actualisée du Guide de la Taxe sur les Transactions Financières, en français et en anglais, prenant en compte notamment la nouvelle liste des sociétés dont les acquisitions de titres sont soumises à la taxe pour les transactions réalisées en 2015, est disponible sur le site de l'Association (AMAFI / 15-07).

Eric Vacher

ZOOM AMAFI



Jean-Bernard Laumet, Vice-président de l'AMAFI, a été nommé Chevalier de l'ordre national du mérite par décret du 13 novembre 2014.

Cette nomination est la traduction de l'engagement de Jean-Bernard depuis de nombreuses années dans l'action collective, et tout particulièrement celle menée au service de la profession sur le terrain social. En mon nom et celui du Conseil, je lui renouvelle tous nos remerciements pour cet engagement et nos félicitations pour cette distinction méritée.

Stéphane Giordano,
Président de l'AMAFI

EQUIPE AMAFI

Julien Perrier, précédemment Chargé d'études – Affaires juridiques et Conformité, a été nommé Chargé de mission – Affaires juridiques et Conformité à compter du 1^{er} janvier 2015.

NOUVEL ADHÉRENT

Merrill Lynch Capital Markets, établissement de crédit qui offre des services de réception/transmission d'ordres pour le compte d'une clientèle institutionnelle, et de conseil aux entreprises. Ses dirigeants sont Mme Marion Augère (COO) et M. Pascal Bay (Responsable France). Sa maison mère est *Bank of America*.

CONFÉRENCE

AMAFI/TAJ,
15 JANVIER 2015

L'AMAFI a organisé le 15 janvier dernier, en partenariat avec le Cabinet Taj - Société d'avocats, une conférence sur le thème « *Lois de finances 2015 et actualité fiscale pour le secteur financier : De l'enfer au purgatoire ?* ». L'événement qui a réuni près de 150 participants a permis d'examiner différents points d'actualité. Parmi ceux-ci, les travaux de l'OCDE sur l'optimisation fiscale (BEPS), une plus grande transparence induisant plus de reporting, la mise en œuvre de la nouvelle norme mondiale (CRS) d'échange automatique d'informations fiscales, les principales nouveautés fiscales 2015 pour les entreprises du secteur financier (intégration fiscale horizontale, nouvelle contribution au financement du fonds de résolution européen, non déductibilité de la taxe systémique et autres mesures sectorielles pénalisantes), ou, en matière de TVA, les suites de l'arrêt SKANDIA, ...

Une présentation de la conférence est disponible sur le site de l'AMAFI, rubrique « Comité fiscal »

Eric Vacher

VOS CONTACTS

- **Philippe Bouyoux**
01 53 83 00 84 - pbouyoux@amafi.fr
- **Sylvie Dariosecq**
01 53 83 00 91 - sdariosecq@amafi.fr
- **Véronique Donnadieu**
01 53 83 00 86 - vdonnadieu@amafi.fr
- **Emmanuel de Fournoux**
01 53 83 00 78 - edefournoux@amafi.fr
- **Stéphanie Hubert**
01 53 83 00 87 - shubert@amafi.fr
- **Alexandra Lemay-Coulon**
01 53 83 00 71 - alemaycoulon@amafi.fr
- **Victor Maurin**
01 53 83 00 73 - vmaurin@amafi.fr
- **Julien Perrier**
01 53 83 00 76 - jperrier@amafi.fr
- **Bertrand de Saint Mars**
01 53 83 00 92 - bdesaintmars@amafi.fr
- **Eric Vacher**
01 53 83 00 82 - evacher@amafi.fr