

**EDITO** *La notification officielle de la décision du Royaume-Uni de sortir de l'Union européenne est prévue pour mars. L'un des effets de cette sortie annoncée est de bouleverser les équilibres d'une Europe de la finance jusqu'ici dominée par une City qui n'a cessé de se renforcer au fil des ans. Parmi les prétendants à la succession devrait figurer au premier rang la France qui, de loin, est le pays de l'Union possédant le secteur des activités de marché le plus développé. Mais la concurrence est forte, et en premier lieu celle de Francfort. Les autorités françaises ont fait des efforts, mais n'ont pas encore pris la mesure de cet enjeu.*

*Mais il y a derrière un autre enjeu : celui de la physiologie de l'Europe de demain. Et là c'est toute l'Europe à 27 qui n'en a pas pris la mesure. Car l'Union va se trouver dans cette situation unique et étrange d'espace économique de premier plan, dont le cerveau financier sera désormais en grande partie à l'étranger. Il y a même un risque majeur à terme de voir l'Europe à 27 être de plus en plus restrictive, voire hostile à des activités de marché que la nouvelle réglementation prudentielle met pourtant au centre du financement de l'économie et qui sont donc nécessaires pour fournir à nos entreprises les capitaux dont elles ont besoin. En face on risque de trouver un Royaume Uni penchant vers un modèle singapourien sur grande échelle, et encouragé en ce sens par l'évolution des 27.*

*Il est donc essentiel que l'Europe se forge une image de sa finance de demain. Et dans cette réflexion la France devrait être au premier plan. Ce qui se décline en particulier au niveau moins visible publiquement de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF), réunion des régulateurs nationaux. Dans ce domaine notre Autorité des marchés financiers (AMF) a une ambition à affirmer et à réaliser. Compte tenu de son histoire, de son expertise, de ce qu'elle représente, cette dimension nouvelle est certainement à sa portée.*

**Pierre de Lauzun**

Délégué général de l'AMAFI

## QUELLE PLACE POUR LES FONDS DE PENSION EN FRANCE ?



**Contrairement à une idée reçue, il existe déjà des fonds de pension en France, mais ils sont marginaux. Pour sauver le système français des retraites et financer la croissance, il va falloir les développer. Explications.**

### SOMMAIRE

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

# QUELLE PLACE POUR LES FONDS DE PENSION EN FRANCE ?

On oppose traditionnellement la retraite par répartition et la retraite par capitalisation. La première, dominante en France, consiste à utiliser les cotisations retraites versées par les actifs pour payer les pensions des retraités actuels, tandis que dans le système par capitalisation les actifs épargnent pour leur propre retraite. Si les Français sont si attachés au système par répartition, c'est qu'il a été créé en 1945 dans un objectif de solidarité. Mais comme chacun le sait, ce système s'épuise. Le ralentissement de la croissance économique, l'allongement de la durée de vie, le taux de chômage ont à ce point bouleversé l'équilibre économique de la répartition qu'il n'est pas une semaine sans que l'on entende parler de l'avenir des retraites en France. Un sujet si lourd et si anxiogène que les politiques n'y touchent qu'à la marge et d'une main tremblante. Selon le dernier rapport du Conseil d'orientation des retraites (COR) daté de juin 2016, quel que soit le scénario économique retenu, entre 2013 et 2060, la pension moyenne des retraités devrait diminuer de 13%.

## bjectif : sauver les retraites

Il faut donc agir. La solution pourrait bien résider dans ce qu'il est convenu d'appeler des « fonds de pension à la française ». Mais de quoi s'agit-il exactement ? Un fonds de pension est une structure publique ou privée, alimentée par les versements des salariés et en général complétés par l'entreprise, qui sert à financer tout ou partie de la retraite de chacun. Les épargnants se constituent un capital, investi sur les marchés financiers, qui sera converti sous forme de rente à la retraite. Quand on évoque les fonds de pension, généralement vient à l'esprit l'image de

retraités californiens menant la grande vie au détriment des salariés des entreprises dans lesquels sont investis leurs capitaux. On songe également aux risques des marchés financiers. Sans oublier ces poids lourds que sont les fonds de pension américains, réputés à tort ou à raison faire la loi dans l'économie mondiale. D'où l'intérêt de préciser immédiatement « à la française ». « *C'est une façon d'expliquer qu'on ne va pas privatiser les retraites, qu'elles resteront gérées par le système public, et en France* » explique Vincent Touzé, économiste à l'OFCE - Sciences Po. « *La vraie différence avec les Etats-Unis c'est que là-bas, 50% des retraites relèvent du régime de la répartition et 50% de la capitalisation, tandis qu'en France c'est un pourcentage marginal qu'on propose simplement d'augmenter un peu* ». En effet, les fonds de pension existent déjà en France mais ne contribuent qu'en proportion faible et facultative au financement des retraites. On l'ignore souvent mais les fonctionnaires bénéficient déjà du mécanisme des fonds de pension à titre de complément facultatif, de même que certains salariés du privé via le plan d'épargne pour la retraite collectif (Perco). « *Le fonds de réserve des retraites pèse 35 milliards d'euros, ceux de l'AGIRC et l'ARRCO 75 milliards, les produits d'épargne retraite par capitalisation 200 milliards, c'est tout petit quand on sait que le patrimoine net des ménages en France s'élève à plus de 10 000 milliards, l'assurance-vie à 1 600 milliards et l'immobilier à 6 600 milliards* » souligne Vincent Touzé.

## l'exemple Suédois

A l'heure actuelle, pour sauver le système de répartition français, le recours à un étage complémentaire par capitalisation, et sous égide publique, apparaît inéluctable. C'est

d'autant plus nécessaire que la France a besoin d'un investisseur puissant pouvant agir à très long terme. Car la première manière de sauver les retraites c'est de dynamiser l'économie nationale pour augmenter l'emploi et la croissance. « *Les fonds de pension existent depuis 70 ans, ils représentent 30 000 milliards dans le monde, il serait dogmatique de refuser de les développer en France, tout en préservant le système de retraite par répartition* » estime Philippe Tibi, professeur de finance à Polytechnique et Sciences Po Paris qui souligne au surplus « *c'est un droit dont les fonctionnaires et certains salariés du privé bénéficient déjà, pourquoi ne pas l'étendre à l'ensemble des français ?* ».

Plusieurs pays ont déjà opéré cette évolution, dont la Suède. Dans les années 80, les suédois découvrent que leur système par répartition est condamné sur le long terme. Il affiche en effet un passif de 400 milliards d'euros soit 200% du PIB alors que les cotisations s'élèvent déjà à 20% du revenu. Pour le maintenir en l'état, il faudrait les augmenter à ... 36%. En cause, toujours les mêmes raisons, allongement de l'espérance de vie, baisse de la croissance, explosion du chômage... Au début des années 1990, les suédois mettent en place un nouveau système à trois étages. Un étage par répartition (cotisation de 16%), un deuxième étage constitué par les complémentaires sur une base de capitalisation et enfin un troisième pilier obligatoire à cotisations définies au taux de 2,5%. C'est une autorité parapublique qui collecte les sommes et les distribue à 700 fonds privés suédois et étrangers. Les sommes sont investies à 90% dans des actions (dont 30 à 40% dans des actions nationales) et 10% dans des obligations.

## Réactiver le FRR

Un système dont la France pourrait s'inspirer. La loi dite Sapin 2 du 9 décembre 2016 a déjà préparé le terrain en opérant quelques modifications législatives nécessaires au développement des fonds de pension. De son côté, l'AMAFI dans ses 16 propositions pour renforcer la place de Paris au service de l'intérêt général, publiées en octobre 2016, préconise de compléter la retraite par répartition par un étage de capitalisation. Pour cela il existe déjà le Fonds de réserve pour les retraites (FRR), créé en 2001 pour constituer des réserves et pérenniser la retraite par répartition. Sous égide publique, il fonctionne comme un fonds de pension. L'idée consiste à lui redonner vie en lui accordant l'enveloppe de 100 milliards initialement prévue au lieu des 36 milliards dont il disposait fin 2015. Il pourrait ainsi investir sur le long terme en particulier dans des classes d'actifs déshéritées comme les PME et les jeunes entreprises de croissance. L'AMAFI préconise également la création d'un plan d'épargne retraite populaire en actions (PERPA) qui s'appuierait sur l'expertise du FRR. Bloquées au minimum 15 ans, les sommes seraient fiscalisées à la sortie (mais pas à l'entrée), sortie réalisée sous forme de rente venant compléter la retraite par répartition. Evidemment, une telle proposition pose la question de la sensibilité de cet investissement à la volatilité des marchés. « Sur un horizon de gestion de 40 ans, qui est celui des fonds de pension, la volatilité n'est pas un sujet de préoccupation, assure Philippe Tibi. Cet horizon permet au contraire d'accroître la part des investissements risqués et de capturer des primes de risque. C'est ce qu'enseigne la théorie du portefeuille et c'est ce que l'expérience confirme. Cela ne signifie pas que tous les fonds de pension sont bien gérés. C'est pourquoi la question de la gouvernance des fonds est fondamentale ».

**Olivia Dufour**



**YVES CHEVALIER,**  
MEMBRE DU DIRECTOIRE DU FONDS DE  
RÉSERVE POUR LES RETRAITES

### Faut-il compléter la retraite par répartition d'un étage de capitalisation ?

Il y a 25 ans on opposait la répartition et la capitalisation, ce n'est plus le cas aujourd'hui. Nous savons qu'en France la retraite restera largement fondée sur le système de répartition. Mais pour que ce système soit viable, il faut de la croissance. Or l'évolution défavorable de la démographie, d'une part, et une baisse de la productivité qu'on ne sait pas toujours parfaitement expliquer, d'autre part, conduisent à envisager un complément sous forme de capitalisation. L'intérêt premier des fonds de pension, avant même de financer les retraites, serait de financer l'économie en investissant une partie des sommes collectées dans les entreprises françaises. Sur le plan macroéconomique, cela soutiendrait la croissance et permettrait ainsi d'augmenter la masse salariale et le produit des cotisations retraites. Ces fonds de pension devraient toutefois opter pour une allocation d'actifs diversifiée afin d'éviter une trop forte concentration des risques sur un seul pays. En définitive, des fonds de pension permettraient de financer l'économie pour financer une partie des retraites, grâce à leur impact macroéconomique et à leur rendement financier, évitant ainsi la dégradation programmée du niveau de vie relatif des retraites par rapport à celui des actifs. Tout le monde y gagnerait et cela renforcerait la confiance dans la viabilité à long terme de notre système de retraite.

### L'une des questions les plus difficiles consiste à savoir si cette capitalisation doit être facultative ou obligatoire ?

Si elle était facultative, seules les personnes ayant un fort pouvoir d'épargne pourraient y contribuer. Cela aurait le défaut d'être perçu comme inégalitaire et présenterait en outre le risque d'une collecte assez faible. Quoiqu'il en soit, il faudrait mettre en place un dispositif

d'incitation fiscale incitant à épargner à long terme. En a-t-on les moyens sauf à remettre en cause certains avantages aujourd'hui concentrés sur l'épargne liquide ? Pas facile à mettre en œuvre dans un contexte où une partie de l'épargne est inspirée par la crainte du proche avenir. Si l'on optait au contraire pour une contribution obligatoire, le risque serait celui d'un choc négatif de court terme sur la consommation car le niveau des prélèvements sur les revenus est déjà très élevé en France. On obtiendrait certes des montants à investir importants très vite, mais avec un risque récessif à court terme alors même que ces investissements ne produiraient leurs effets que dans la durée. Tous ces choix sont donc éminemment politiques.

### Comment éviter les dérives américaines ?

Les fonds de pension américains promettaient des rendements inaccessibles et avaient des frais de gestion très élevés. Ce sont des travers qu'il ne faut pas répliquer. Quant à l'autre accusation qui s'articule autour de l'opposition salariés/actionnaires, je pense qu'une partie de la solution réside dans les progrès de la gouvernance des entreprises. Par exemple en faisant entrer les salariés dans les conseils d'administration pour qu'ils veillent à ce que la rentabilité ne se fasse pas au détriment de l'intérêt des employés à moyen et long terme. On voit bien d'ailleurs que la responsabilité sociétale des entreprises prend une part prépondérante dans les grandes entreprises mais aussi de plus en plus importante dans la gestion financière. Cela traduit une évolution nécessaire vers un capitalisme plus inclusif, au sein duquel la recherche de la valeur actionnariale ne soit plus le seul étalon, et la recherche de rendements financiers plus réguliers et solides dans une perspective de long terme.

## MIF 2

**Gouvernance produits**

Une première version du Guide AMAFI de mise en œuvre de la gouvernance produits a été externalisée début 2017 auprès de l'AMF et d'autres associations professionnelles (FBF, AFG, AFTI). En fonction des retours reçus, l'AMAFI le modifiera en conséquence avant de le publier. Le Guide prévoit une synthèse des dispositions prévues par les textes, des propositions concernant les critères de détermination du marché cible des produits, un document contractuel destiné à faciliter la négociation des accords qui doivent être mis en place entre producteurs et distributeurs, ainsi qu'une proposition de standardisation des échanges entre les distributeurs et les producteurs concernant les ventes réalisées en dehors du marché cible.

Parallèlement, l'Association a répondu à la consultation lancée début octobre par l'AEMF sur des propositions d'orientations en matière de gouvernance produits (AMAFI / 16-61). A cette occasion, l'Association a notamment identifié les points suivants :

- Une approche proportionnée doit être davantage prise en compte pour la détermination du marché cible (par exemple, seuls certains critères devraient être utilisés pour les produits vanilles) ;
- Il est important de permettre une standardisation des critères de détermination du marché cible compte-tenu de l'automatisation rendue nécessaire par le volume des informations à fournir ;
- L'enjeu que représente la diversification du portefeuille du client doit être pleinement pris en compte par l'AEMF ;
- La nécessité que l'AEMF confirme que les vérifications du marché cible ne peuvent être réalisées que sur la base des informations disponibles sur le client, elles-mêmes liées à la nature du service rendu par le distributeur.

**Transactions groupées**

L'AEMF a lancé une consultation publique relative à la liquidité des transactions

groupées (*package orders*), c'est-à-dire qui impliquent l'exécution d'au moins deux transactions interdépendantes en termes de risques et d'exécution. L'objet est de déterminer les conditions sous lesquelles une telle transaction peut être considérée comme globalement liquide (*liquid as a whole*).

L'AMAFI a fait valoir qu'il convenait d'être très prudent dans ce domaine, compte tenu de la complexité du sujet, complexité qui a d'ailleurs conduit les autorités américaines à retarder, depuis 2014, la mise en application des règles de transparence pour ces transactions. Aussi l'Association préconise que ne soient considérées comme liquides, au moins dans un premier temps, que des transactions groupées dont toutes les composantes sont, entre autres, issues d'une même classe d'actifs, négociées sur une plateforme de négociation, libellées dans une même devise et liquides (AMAFI / 17-03).

**Champ territorial**

Les travaux engagés pour préciser le champ d'application territorial de certaines dispositions de la directive et du règlement MIF 2, et particulièrement l'application de ces dispositions aux succursales d'entreprises d'investissement situées en dehors de l'Union européenne, ont été finalisés (AMAFI / 17-05). De façon générale, et sous réserve de quelques extensions en dehors de l'Union, le dispositif MIF 2 est considéré comme s'appliquant essentiellement aux activités conduites, au sein de l'Union, par les entités européennes que sont les entreprises d'investissement.

**Information sur les coûts**

L'AMAFI poursuit ses réflexions sur l'interprétation des dispositions relatives aux obligations d'information sur les coûts et frais, en relation avec l'AMF. Par ailleurs, l'Association considère nécessaire que l'AEMF organise une concertation avec les professionnels pour la finalisation de ses mesures de niveau 3 sur ces obligations d'information, comme elle l'avait fait valoir dans un courrier adressé au régulateur européen, cosigné avec diverses associations professionnelles (cf. *Info AMAFI n° 127*).

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

■ **PRIIPS**

L'AMAFI poursuit ses actions d'accompagnement de ses adhérents sur le règlement PRIIPs, dont l'entrée en application a été reportée au 1<sup>er</sup> janvier 2018. Dans ce cadre, des échanges ont eu lieu avec l'AMF sur un premier document de questions-réponses que l'Association prévoit de publier dans le courant du premier trimestre 2017.

Elle a également fait part au régulateur des problématiques soulevées par les propositions de modification des RTS soumises aux trois autorités européennes de supervision financière. Ces problématiques concernent notamment la méthodologie de calcul du « *stress scenario* » et les critères retenus pour l'alerte de compréhension (AMAFI / 16-55).

**Pauline Laurent, Blandine Julé**

■ **ABUS DE MARCHÉ**

Suite à l'entrée en application le 3 juillet dernier du nouveau règlement Abus de Marché (MAR), ainsi que des différents textes de niveau 2, l'Association a enrichi son document de questions-réponses de nouvelles questions relatives aux sondages de marché qui ont été discutées avec les services de l'AMF courant janvier (AMAFI / 16-29).

Par ailleurs, les travaux conduits depuis plusieurs mois pour actualiser, au regard de MAR, le Guide Abus de marché sont en voie de finalisation. Début 2017, une version a ainsi été transmise pour discussion aux services de l'AMF. Le Guide révisé devrait être publié courant février.

**Pauline Laurent, Chloé Gonzalez**

## ■ ÉLABORATION DES TEXTES EUROPÉENS

Dans un courrier adressé aux trois institutions européennes (Parlement, Conseil et Commission), l'AMAFI et ses homologues allemand, italien et polonais ont fait des propositions pour améliorer l'élaboration des textes européens sur deux points particuliers.

Le premier a trait à la date d'entrée en application des textes. L'expérience a en effet montré que les délais prévus dans les législations de niveau 1 se sont avérés dans bien des cas insuffisants et ont pu conduire à des reports, comme ce fut le cas pour MIF 2 et PRIIPS par exemple. Bien que nécessaires, ces reports engendrent toutefois des difficultés et des incertitudes qui, pour les participants de marché, se révèlent particulièrement pénalisantes au regard des nombreuses et importantes adaptations à réaliser. C'est pourquoi les quatre associations proposent qu'à l'avenir, les textes discutés en co-législation prévoient une entrée en application dix-huit mois après la publication au JOUE de la dernière norme d'exécution confiée à la Commission européenne.

Le second point concerne l'amélioration de la lisibilité des textes européens. Actuellement, les définitions de certains termes utilisés sont données par ordre d'apparition du terme concerné dans le texte. Cette technique, qui a l'avantage d'assurer l'homogénéité des versions traduites dans les différentes langues de l'Union, ne présentait pas d'inconvénients majeurs lorsque les termes définis étaient peu nombreux, ce qui n'est plus le cas aujourd'hui pour beaucoup de textes. Pour remédier à cette difficulté, il est donc proposé que les définitions soient classées par ordre alphabétique, comme c'est l'habitude en matière juridique.

**Véronique Donnadieu**

## ■ RÉGIME PRUDENTIEL APPLICABLE AUX ENTREPRISES D'INVESTISSEMENT

L'Autorité Bancaire Européenne (ABE) a publié le 4 novembre un document de discussion sur le traitement prudentiel applicable aux entreprises d'investissement (EI) ne présentant pas de risque systémique (cf. *Info AMAFI n° 127*). L'objectif est de mettre en place un régime prudentiel adapté aux EI autres que les entités identifiées comme étant « d'importance systémique mondiale » (G-SIIs) ou « d'importance systémique » (O-SIIs) qui seules continueraient de se voir appliquer le régime complet CRR/CRD IV.

L'ABE propose une approche innovante pour mesurer la solvabilité des EI « non systémiques » qui ne serait plus fondée sur les risques encourus par l'EI mais sur ceux que ferait courir l'EI, en cas de défaillance, à ses clients et aux marchés sur lesquels elle intervient. Alternativement, l'ABE laisse ouverte la possibilité d'alléger et d'adapter le régime actuel de ces EI mais sans préciser à ce stade la nature des modifications envisagées. De façon générale, l'AMAFI souscrit entièrement aux objectifs de l'ABE de réviser le régime prudentiel des EI. Pour autant, l'approche proposée de mesure de la solvabilité, si elle est séduisante au premier abord, n'est pas concrètement adaptée à la réalité des activités exercées par les EI en France. De plus, elle pose la question du maintien de la possibilité d'une surveillance sur base consolidée des EI appartenant à un groupe bancaire. Enfin, pour réellement alléger les contraintes des EI concernées, il serait notamment nécessaire de revoir en profondeur les règles de gestion qui leur sont applicables ou les mesures de Pilier II, qui selon les règles CRR, permettent aux régulateurs nationaux d'imposer des exigences supplémentaires au cas par cas. Ces questions ne sont pas abordées dans le rapport de l'ABE et il est peu probable que des réponses satisfaisantes puissent y être apportées à un horizon suffisamment proche.

Dans ces conditions, l'AMAFI a fait valoir qu'il paraissait préférable et plus opérant de simplifier et d'adapter les règles sur les bases du régime actuel et fait des propositions dans ce sens (*AMAFI / 17-09*). Ces préoccupations sont partagées avec plusieurs des homologues européens de l'Association.

**Emmanuel de Fournoux**

## ■ BANQUE PRIVÉE

En raison d'une actualité réglementaire très riche qui conduit à d'importantes évolutions du cadre d'exercice des prestataires de services d'investissement, notamment sur les sujets relatifs à la protection de la clientèle, à l'intégrité des marchés et à la commercialisation des produits financiers, l'AMAFI était de plus en plus souvent sollicitée sur des enjeux de conformité ayant trait aux activités de Banque privée.

Si ces problématiques n'ont pas été placées jusqu'ici dans son champ d'intervention, centré sur les activités de marché, nombre d'entre elles se posent toutefois dans des termes proches, sinon similaires pour les deux types d'activités. Aussi, l'AMAFI a décidé de créer un groupe de travail dédié à ces problématiques de conformité que rencontrent souvent les acteurs de la Banque privée adhérents de l'Association.

**Blandine Julé, Pauline Laurent**

## ■ BENCHMARKS

L'AMAFI continue ses échanges avec l'AMF sur ce sujet afin de préciser les réponses qui pourraient être apportées aux problématiques rencontrées par les professionnels (cf. *Info AMAFI n° 127*). Par ailleurs, l'Association travaille actuellement sur un tableau de synthèse permettant d'identifier les obligations applicables à chaque indice en fonction de sa typologie.

**Pauline Laurent, Blandine Julé**

## ■ STATUT DES EI

L'AMAFI a publié une nouvelle mise à jour (*AMAFI / 17-04*) de sa note décrivant les principales obligations liées au statut d'entreprise d'investissement. S'agissant de présenter l'état de la réglementation en vigueur, cette mise à jour prend en compte les textes en vigueur au 15 décembre 2016 et n'inclut donc pas les modifications qui seront induites par l'entrée en application du dispositif MIF 2, le 3 janvier 2018.

**Sylvie Dariosecq, Chloé Gonzalez**

## ■ INTERDICTION DE PUBLICITÉ ÉLECTRONIQUE

La loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique, dite loi Sapin 2, a été promulguée. Parmi les dispositions particulièrement importantes pour les adhérents de l'Association, figure un nouvel article L. 533-12-7 du Code monétaire et financier. Celui-ci pose un principe d'interdiction, faite désormais aux prestataires de services d'investissement, d'adresser, directement ou indirectement, par voie électronique, à des clients non-professionnels, y compris des clients potentiels, des communications à caractère promotionnel relatives à la fourniture de services d'investissement portant sur des contrats financiers considérés comme spéculatifs (AMAFI/ 16-60). Le législateur, à l'intérieur du cadre qu'il a fixé, a renvoyé au Règlement général de l'AMF le soin de définir les catégories de contrats visés, ce qui a été fait par le biais d'un nouvel article 314-31-1, à l'élaboration duquel l'Association a bien entendu apporté sa contribution (cf. Info AMAFI n° 126).

Comme l'AMAFI l'avait souhaité afin de clarifier certains points, l'AMF a complété le dispositif par un instrument de doctrine qui prend la forme d'un document de questions-réponses sur lequel elle a consulté l'Association en fin d'année. Si le dispositif proposé par l'Autorité a été jugé globalement satisfaisant, elle a néanmoins formulé quelques observations (AMAFI / 17-02). Ce document de questions-réponses a été publié le 10 janvier. Il comporte trois points précisant, pour le premier, les contrats financiers concernés, pour le second, les communications visées par le dispositif, le dernier est pour sa part relatif aux opérations de parrainage. La publication de cette doctrine a été accompagnée par un bilan de la consultation publique.

**Sylvie Dariosecq, Chloé Gonzalez**

## ■ CONTRATS DE LIQUIDITÉ

L'entrée en application de MAR le 3 juillet dernier, a différents impacts sur les conditions applicables aux Pratiques de marché admises (PMA) que peut prendre une autorité nationale. La PMA permet, dans le champ territorial de compétence de l'autorité concernée, que les ordres et transactions répondant aux critères posés bénéficient d'une présomption de légitimité au regard des règles applicables pour prévenir et sanctionner les manipulations de cours. Il ne s'agit toutefois que d'une présomption simple que l'autorité peut toujours renverser.

Le cadre des contrats de liquidité a été défini à partir de 2001 par l'AMAFI en étroite concertation avec l'autorité de marché. Depuis 2005, ce cadre fait l'objet d'une PMA de l'AMF, modifiée en 2008 et 2011. C'est un succès reconnu puisqu'environ la moitié des entreprises cotées ont recours à la technique du contrat de liquidité pour fluidifier le marché de leurs titres, d'une part, en favorisant la liquidité des transactions et la régularité des cotations et, d'autre part, en évitant des décalages de cours non justifiés par la tendance du marché. Pour l'émetteur au final, c'est son coût du capital qui est en question puisque de la liquidité du marché secondaire dépend directement le niveau de la prime de liquidité qui sera exigée par les investisseurs lorsqu'il lèvera des fonds sur le marché primaire. C'est sans doute ce qui explique que la technique a essaimé à partir de 2008 en Espagne, en Italie, aux Pays-Bas et au Portugal, bien qu'elle y reste largement moins développée compte tenu de certaines rigidités introduites par les autorités de ces pays.

Des discussions sont menées avec l'AMF depuis plus d'un an pour déterminer les évolutions à apporter à la PMA AMF ainsi qu'à la Charte AMAFI qui lui sert de support. A ce stade, les travaux prennent en considération l'avis délivré par l'AEMF mi-décembre sur la PMA Contrat de liquidité mise en place par l'autorité espagnole. Certains éléments de cet avis apparaissent toutefois susceptibles d'introduire des rigidités fortes par rapport au mode de fonctionnement actuel des contrats de liquidité en France. Au final, c'est leur capacité à continuer à remplir efficacement les objectifs qui leur sont assignés qui peut être en cause. L'analyse est en cours sur ce point, en vue de rechercher les solutions appropriées.

**Bertrand de Saint Mars, Sylvie Dariosecq**



## ACTIVITÉS

### AMAFI

Chiffres clés du  
01/01/2016 au  
01/01/2017

**16** Réponses à des consultations publiées ou en cours

**9** Notes de position / de problématique

**20** Notes d'information

**16** Conférences et événements AMAFI

**4** Normes professionnelles existantes

**3** Bonnes pratiques professionnelles existantes

## RENCONTRES DE LA DETTE ET DU CHANGE

**21 FÉVRIER 2016**

L'AMAFI et les autres associations de Place organisent les 8<sup>ème</sup> Rencontres des professionnels de la dette et du change, le 21 février prochain, sur le thème :

« **La transformation des métiers de la finance** »

L'événement sera articulé autour de 3 tables rondes :

- Les conséquences pratiques des taux négatifs.
- Les ruptures technologiques des métiers de la finance.
- L'Union européenne et le Royaume-Uni : que faut-il négocier ?

Renseignements et inscription sur [www.amafi.fr](http://www.amafi.fr), rubrique « Agenda ».

**Emmanuel de Fournoux**

## LOIS DE FINANCES

Outre les dispositions concernant la TTF, parmi les mesures adoptées en fin d'année dans les lois de finances (LF 2017, LFSS 2017, LFR 2016) intéressant le secteur financier, on retiendra plus particulièrement le renforcement du régime des impatriés, un encadrement plus strict du PEA et la création d'un compte PME Innovation dont les conditions de mise en œuvre, très encadrées, ne sont pas véritablement à la hauteur de l'urgence d'une réorientation de l'épargne vers les actions.

Parmi les mesures phares plus générales, en dehors d'une nouvelle baisse de l'impôt sur le Revenu pour les foyers les plus modestes et de la mise en place du prélèvement à la source de cet impôt, sont adoptées la réduction progressive du taux normal de l'Impôt sur les Sociétés pour atteindre 28 % pour l'ensemble des entreprises en 2020 et la hausse du Crédit d'Impôt Compétitivité Emploi (CICE). Également votée une mise en conformité européenne de deux dispositifs : la contribution de 3 % sur les revenus distribués et le régime mère-fille. Par ailleurs, pour faciliter le passage du contrôle fiscal à l'ère du numérique, d'importantes mesures sont adoptées, notamment la création d'une nouvelle procédure « d'examen de comptabilité » reposant sur la transmission des Fichiers d'Écritures Comptables (FEC) sur demande de l'administration et une modification des modalités de contrôle des comptabilités informatisées.

Eric Vacher

## ECHANGE AUTOMATIQUE D'INFORMATION (EAI)

La France s'est engagée, conformément à la Norme Commune de Déclaration de l'OCDE (NCD - CRS), à mettre en œuvre l'échange automatique de renseignements, d'une part dans le cadre de l'accord multilatéral entre autorités compétentes intervenu à Berlin le 29 octobre 2014, et d'autre part dans le cadre de la directive 2014/107/UE du 9 décembre 2014 concernant l'échange automatique et obligatoire d'informations dans le domaine fiscal.

Le cadre de ces échanges a été transposé dans la loi française : « *Les teneurs de compte, les organismes d'assurance et assimilés et toute autre institution financière mentionnent, sur une déclaration déposée dans des conditions et délais fixés par décret, les informations requises pour l'application du 3 bis de l'article 8 de la directive 2011/16/UE du Conseil du 15 février 2011 relative à la coopération administrative dans le domaine fiscal et abrogeant la directive 77/799/CEE et des conventions conclues par la France permettant un échange automatique d'informations à des fins fiscales* » (CGI, art. 1649 AC).

Pour l'application des premiers échanges automatiques d'informations, les deux textes réglementaires précisant les modalités d'application de cette disposition viennent d'être publiés (décret n° 2016-1683 fixant les règles et procédures concernant l'EAI et arrêté du 9 décembre 2016 fixant notamment la liste des juridictions partenaires avec lesquelles la France échangera effectivement des informations et la liste des comptes exclus par l'EAI). Une publication de commentaires administratifs au BOFiP devrait intervenir en 2017. Les textes sont disponibles sur le site de l'Association.

Eric Vacher

## TTF - MISE À JOUR DU GUIDE AMAFI

Une version actualisée du Guide AMAFI d'application de la Taxe sur les Transactions Financières est disponible sur le site de l'Association (AMAFI / 17-08). Outre la nouvelle liste des sociétés dont les acquisitions de titres sont soumises à la taxe pour les transactions réalisées en 2017, cette actualisation prend en compte la hausse du taux de la TTF que la Loi de Finances pour 2017 a porté de 0,20 % à 0,30 % pour les acquisitions de titres intervenant à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2017. Par ailleurs, une nouvelle annexe présentant les données chiffrées relatives à l'évolution du rendement de la taxe et de son affectation à l'aide au développement est désormais intégrée dans le Guide.

Mais la loi de Finances pour 2017 a également prévu l'extension du champ de la TTF aux opérations intra journalières (*intraday*) à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2018. Au cours des prochains mois, l'AMAFI va donc s'attacher à analyser les conséquences de cette extension dont le Ministre des Finances a d'ailleurs indiqué lors de la discussion parlementaire qu'elle serait difficilement applicable. La condition du transfert de propriété constitue en effet un élément essentiel de l'applicabilité extra-territoriale d'un dispositif conçu pour éviter les effets délocalisants antérieurement constatés avec l'impôt sur les opérations de bourse. L'objectif pour l'Association est de proposer aux pouvoirs publics d'ici la mise en application du nouveau dispositif, les correctifs qui lui paraissent nécessaires.

Eric Vacher

# CONFÉRENCE

## AMAFI/TAJ, 12 JANVIER 2017

En partenariat avec Taj - Société d'avocats, l'AMAFI a organisé le 12 janvier dernier, la 7<sup>ème</sup> édition de sa conférence sur l'actualité fiscale pour le secteur financier. Cette année, l'événement qui a attiré près de 200 participants était articulé autour du thème « **Brexit : la France parviendra-t-elle à trouver le chemin de l'attractivité fiscale ?** ». Parmi les différents points d'actualité

examinés au-delà de l'actualité jurisprudentielle, ont été présentés des éléments de fiscalité personnelle (quels outils pour retrouver l'attractivité de la place parisienne ?) ; l'orientation prise en fiscalité d'entreprise ; l'actualité des prix de transfert (de la transparence totale à l'allocation uniforme des profits) et l'évolution de la notion de résidence fiscale (vers la fin des traités ?). Cette conférence a également été l'occasion

de rappeler la contribution de l'AMAFI au débat public dans le cadre de son baromètre annuel sur la fiscalité de l'épargne et le financement des entreprises et, plus généralement, au-delà des questions fiscales, dans le cadre de ses propositions formulées pour renforcer la place de Paris au service de l'intérêt général (AMAFI / 16-47).

Eric Vacher

## ■ OBSERVATOIRE DES MÉTIERS 2015

Institué par la Convention collective nationale des activités de marché (CCNM), 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 2016 a permis l'examen des informations recueillies auprès des entreprises adhérentes au titre de l'exercice 2015.

Les chiffres de 2015 concernent notamment l'âge, l'ancienneté moyenne, le niveau de féminisation de la branche et le niveau de qualification :

■ **Age** : la répartition entre les tranches d'âge confirme la tendance de 2013 et 2014, avec une forte baisse de la tranche des 30-39

ans (passant de 41,11 % en 2013 à 33,39 % en 2014 et à 31,33 % en 2015). De plus, il faut noter que la tranche des plus de 50 ans continue à augmenter en 2015, passant de 12,38% en 2013 à 17,59% en 2014 et à 18,67 % en 2015. Sur une période de 11 ans, entre 2004 et 2015, on constate un vieillissement global de la branche, la part de la tranche des 30-39 ans ayant diminué et celle des plus de 40 ans ayant augmenté, passant d'un peu plus de 37% des effectifs en 2004 à plus de 46% en 2015. Toutefois, la population de la branche se renouvelle, la tranche des 20/29 ans étant plus importante en 2015 (22,47 %) qu'en 2004 (18,11 %). **Age moyen en 2015 : 39 ans.**

■ **Ancienneté** : les tranches des moins de 5 ans d'ancienneté et celles de 15 à 34 ans poursuivent leur augmentation (passant d'un total cumulé de 56,31 % en 2013 à 60,72 %

en 2014 et à 66,61 % en 2015), tandis que la tranche des 5 à 14 ans d'ancienneté poursuit sa baisse (passant de 43,45 % en 2013 à 39,16 % en 2014 et à 33,22 % en 2015). Sur une période de 11 ans, entre 2004 et 2015, l'ancienneté globale des salariés tend à augmenter notamment dans les tranches supérieures ou égales à 15 ans d'ancienneté.

**Ancienneté moyenne en 2015 : 7 ans.**

■ **Niveau de féminisation de la branche** : on constate une stabilisation du nombre de femmes travaillant dans la branche, qui représentent environ 40 % des effectifs en 2014 et 2015.

■ **Niveau de qualification** : les effectifs cadres de la profession sont stables, représentant 75 % des effectifs totaux de la profession, les salariés de catégorie III.A représentant à eux seuls 65% des effectifs.

**Alexandra Lemay-Coulon**

## ■ SALAIRES MINIMA HIÉRARCHIQUES

Aux termes de l'accord signé par la CFTC-MF, la CFE-CGC MF, et le SPI-MT, un nouveau barème des salaires minima hiérarchiques est applicable, en vertu de la

CCNM, à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2017. Il est disponible sur [www.amafi.fr](http://www.amafi.fr). Par ailleurs, il est rappelé que les règles de la garantie d'augmentation minimum conventionnelle

s'appliquent en années glissantes. Dans ce cadre, il est nécessaire que les entreprises vérifient le respect des dispositions de l'article 52 de la CCNM.

**Alexandra Lemay-Coulon**

## ZOOM AMAFI

### NOUVEAUX ADHÉRENTS



■ **COPARTIS**, entreprise d'investissement dont l'activité principale est la réception-transmission d'ordres. Ses dirigeants sont Véronique Dufermont (Directrice générale) et Isabelle Scherschel-Fontaine (Directrice générale déléguée).

■ **EDF** a rejoint l'AMAFI en tant qu'adhérent associé, pour participer notamment aux travaux du Comité *Commodities*. L'établissement est représenté par Elisabeth Bertin (chargée de mission).

■ **Standard Chartered Bank**, succursale de Paris, établissement de crédit habilité à réaliser des services d'investissement. Ses dirigeants sont, en France, Caroline Eberlttel et Scott Barton.

## VOS CONTACTS

- **Philippe Bouyoux**  
01 53 83 00 84 - pbouyoux@amafi.fr
- **Sylvie Dariosecq**  
01 53 83 00 91 - sdariosecq@amafi.fr
- **Véronique Donnadieu**  
01 53 83 00 86 - vdonnadieu@amafi.fr
- **Faustine Fleuret**  
01 53 83 00 73 - ffleuret@amafi.fr
- **Emmanuel de Fournoux**  
01 53 83 00 78 - edefournoux@amafi.fr
- **Chloé Gonzalez**  
01 53 83 00 76 - cgonzalez@amafi.fr
- **Blandine Julé**  
01 53 83 00 81 - bjule@amafi.fr
- **Pauline Laurent**  
01 53 83 00 87 - plaurent@amafi.fr
- **Alexandra Lemay-Coulon**  
01 53 83 00 71 - alemaycoulon@amafi.fr
- **Bertrand de Saint Mars**  
01 53 83 00 92 - bdesaintmars@amafi.fr
- **Eric Vacher**  
01 53 83 00 82 - evacher@amafi.fr

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