

# QUI A PEUR DES HEDGE FUNDS ?

**EDITO** *Le projet de loi de finances pour 2014 qui va être débattu par le Parlement comporte deux mesures emblématiques pour l'orientation de l'épargne vers le financement de l'économie. L'une est le PEA PME, mais avec des limites soulignées par ailleurs dans ces pages ; l'autre, la modification de la taxation des plus values sur cessions de titres pour, dans le droit fil des Assises de l'entrepreneuriat, instaurer un abattement croissant en fonction de la durée de détention, et réaligner ainsi le barème français sur la moyenne européenne.*

*Ces mesures sont-elles suffisantes ? Certainement pas au regard d'une fiscalité de l'épargne qui continue de favoriser les produits liquides et sans risque. Il y a pourtant urgence alors que, nous dit-on, les premiers signes d'un retour de la croissance apparaissent, car notre écosystème n'a plus aujourd'hui les moyens de financer cette reprise.*

*Mais même avec une fiscalité incitative, il faudra du temps pour que nos compatriotes retrouvent le chemin de la bourse et le goût du financement de l'économie. C'est une raison pour ne pas perdre de temps, mais aussi pour rechercher d'autres voies de mobilisation rapide des capitaux nécessaires. Pour cela, le projet soutenu par l'Association et exposé ici même en décembre de l'année dernière, de création d'un Fonds de Financement de l'Economie Française (FFEF), sur le modèle du FRR, constitue un enjeu important, à la frontière d'ailleurs de celui lié au financement de notre système de retraite.*

*Comme elle le fait depuis de nombreux mois, sur ces sujets de financement des entreprises et d'allocation de l'épargne, l'AMAFI continuera de formuler des propositions et de susciter la discussion.*

**Pierre de Lauzun**

*Délégué général de l'AMAFI*



***Dans le monde anglo-saxon, on les appelle les hedge funds, en France des fonds de gestion alternative. Qui sont-ils ? Leur réputation sulfureuse est-elle fondée ?***

## SOMMAIRE

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

# QUI A PEUR DES HEDGE FUNDS ?

**D**epuis juillet, l'Europe s'est dotée, à travers la directive dite AIFM (*Alternative Investment Fund Managers*) d'une réglementation destinée à encadrer les *hedge funds*. C'est donc qu'elle s'apprête à autoriser cette activité diabolique au sein de l'Union, songera-t-on ! En réalité, les *hedge funds* existent déjà en Europe, et même en France. Dans l'inconscient collectif, en particulier depuis la crise de 2008, *hedge fund* est synonyme de gestion risquée, ce qui est un contresens car *hedge* signifie « couverture ». Selon l'Autorité des marchés financiers, la gestion alternative est « une gestion décorrélée des marchés financiers visant à offrir aux porteurs une performance régulière et absolue quelle que soit l'évolution des marchés ». Cette gestion dite « active » se fixe pour objet de « battre le marché » en exploitant ses poches d'inefficience - d'où le terme de « décorrélée » -, par opposition à la gestion « passive » qui s'attache à répliquer les indices.

Les *hedge funds* sont nés outre-Atlantique il y a 70 ans. « Dans les années 40, les Etats-Unis publient une loi sur la protection de l'épargne qui encadre la gestion pour compte de tiers, raconte Michel Fleuriet, fondateur du Master Banque d'investissement à Paris-Dauphine. C'est alors que vont se créer des fonds qui se spécialisent dans tous les domaines non encadrés par la loi et qui réservent donc leurs services aux investisseurs avertis. Puis, dans les années 1980, une évolution jurisprudentielle permet aux grands investisseurs institutionnels d'investir dans les *hedge funds*. C'est ainsi que les fonds de pension de type Calpers vont commencer à investir les économies des retraités californiens

dans ces fonds. Le vrai démarrage intervient dans les années 90 ». En 2002, on compte déjà 3 300 *hedge funds* qui gèrent ensemble un total de 490 milliards de dollars. Dix ans plus tard, le cabinet *Hedge Funds Research* recense 9 810 *hedge funds* pour un total d'actifs gérés de 2 252 milliards de dollars. Si leur développement ces dernières années est impressionnant, ils ne représentent toutefois que 10% des fonds gérés collectivement dans le monde. « La légende des *hedge funds* s'est forgée autour des exploits de quelques financiers de génie. Par exemple un jeune hongrois dénommé Soros qui invente les fonds de fonds en 1975 et qui, 20 ans plus tard sera surnommé l'homme qui a fait sauter la banque d'Angleterre parce que, persuadé que la livre sterling devait sortir du SME (Système monétaire européen), il a vendu à découvert 10 milliards de livres » analyse Michel Fleuriet, « en réalité, on ne peut pas dire qu'il a provoqué la sortie de la livre du SME, il n'a fait que l'anticiper. La mauvaise réputation des *hedge funds* relève largement du fantasme ».

## **d**es gérants rémunérés à la performance

Ce qui caractérise avant tout les *hedge funds*, c'est leurs méthodes d'investissement. Comme il s'agit de faire mieux que le marché, ces fonds développent des stratégies originales et parfois offensives. C'est le cas de la très contestée vente à découvert. Mais on trouve un grand nombre d'autres stratégies, par exemple l'arbitrage qui consiste à exploiter les inefficiences du marché, ou

encore l'*event driven* dans laquelle la gestion se concentre sur les titres de sociétés en situation spécifique type offre publique ou restructuration.

Autre spécificité au regard de la gestion traditionnelle, les gérants de *hedge funds* sont rémunérés à la performance et non pas selon un tarif fixe. Aux commissions annuelles fixes de 2% s'ajoutent des commissions de l'ordre de 20% calculées sur la performance durant une période donnée (généralement entre trois mois et un an). Les fonds sont également peu liquides. Les dates auxquelles on peut sortir (périodicité en général trimestrielle) sont fixées à l'avance et les durées minimales d'investissement sont longues, entre un et trois ans. Cela permet aux fonds d'offrir des performances supérieures car le gérant n'a pas à se préoccuper des demandes de remboursement. Parmi les autres spécificités, on notera la transparence moins grande que les fonds classiques en raison du fait que ce type de gestion est en principe réservé à des investisseurs avertis. Ultime caractéristique, ces fonds sont essentiellement domiciliés dans les paradis fiscaux, ce qui ne contribue pas à améliorer leur réputation !

## **U**n vrai travail d'analyse du marché

Risqués les *hedge funds* ? S'ils ne représentent que 10% des actifs sous gestion collective dans le monde et qu'ils sont en plus réservés aux investisseurs avertis – grandes fortunes et institutionnels – à quoi bon s'en inquiéter ?



**EMMANUEL BOUSSARD,**  
FONDATEUR  
DE BOUSSARD  
ET GAUDAUDAN  
GESTION

Leurs détracteurs pointent les risques que font peser sur le système financier leurs techniques agressives. En 1998, le fameux *hedge fund* LTCM qui détenait 1 200 milliards de positions aurait pu emporter la finance dans sa faillite annoncée si le président de la Banque fédérale de New-York n'avait enjoint aux banques de recapitaliser le fonds le temps qu'il déboucle ses positions. LTCM avait en effet parié à tort sur un redressement du marché obligataire après la crise asiatique de 1997. Sans surprise, les *hedge funds* ont été pointés du doigt lors de la crise de 2008. « En conditions normales de marché, ils sont apporteurs de liquidité. Mais lorsque le marché s'est détérioré, les *hedge funds* ont asséché la liquidité en vendant massivement leurs actifs pour faire face aux appels de marge de leurs prime brokers et aux demandes de rachats de leurs investisseurs. Les régulateurs n'ont pas vu venir ce retournement », analysait Jean-Pierre Jouyet alors président de l'AMF, lors d'une conférence en 2009 consacrée à la gestion alternative. En réalité, ils en ont surtout souffert eux-mêmes puisque beaucoup de fonds ont disparu tandis que le montant des actifs gérés chutait de plus de 2 000 milliards en 2007 à 1 500 milliards en 2008.

En réponse aux craintes et fantasmes agités par les détracteurs des *hedge funds* certains jugent nécessaire de rappeler leur utilité économique : « Contrairement aux fonds indiciels qui se contentent de répliquer le marché, un grand nombre de *hedge funds* font un vrai travail d'analyse, celui-là même auquel la plupart des gérants « indiciels » ne peuvent se consacrer, souligne Philippe Tibi, Président de

l'AMAFI. Ils jouent donc un rôle d'éclaireur en repérant les anomalies du marché, par exemple Soros anticipant la chute de la livre en 1992. Leur second intérêt, pour la communauté des investisseurs finaux, est de constituer une classe d'actifs décorrélés du marché, ce qui répond à une attente forte des investisseurs pour diversifier leur portefeuille ».



### quelque 393 milliards de dollars en Europe

En France, les fonds développant ce type de stratégie sont dits de « gestion alternative ». Le plus gros, CFM a été fondé en 1991. Il totalise aujourd'hui 6 milliards de dollars sous gestion. Dexia Asset management de son côté gère 4,5 milliards, Exane AM 3,2 milliards et Boussard & Gavaudan 1,3 milliards (lire interview). En Europe, c'est bien entendu Londres qui fait figure de capitale du secteur avec une quarantaine d'acteurs sur les 50 plus importants. Au total, le marché européen pesait 393 milliards de dollars à la fin mai 2013.

L'entrée en application de la directive AIFM pourrait dynamiser le secteur grâce à la création d'un passeport qui permettra à un fonds d'être commercialisé dans l'ensemble de l'Union et à des règles de transparence, de contrôle des risques et de rémunérations des gérants renforcées. De quoi attirer les investisseurs institutionnels qui sont appelés à remplacer la clientèle de grandes fortunes, échaudée dit-on par les scandales qui ont éclaté durant la crise.

**Olivia Dufour**

**Avec 1,3 milliards d'euros sous gestion, vous êtes l'un des plus grands fonds alternatifs français. Comment résumeriez-vous votre activité ?**

Nous allons chercher de l'argent aux Etats-Unis pour financer la restructuration des entreprises françaises, comme Infogrammes, Camaïeu, ou encore Théolia. Nos équipes sont composées de huit analystes et une douzaine de traders qui travaillent sur les titres émis par les entreprises, et uniquement ces titres, ce qui exclut les matières premières, les émissions d'Etat et les indices. Ce qui nous intéresse, ce sont les entreprises et le comportement des instruments financiers qu'elles émettent.

**La France est-elle un pays favorable au développement de cette activité ?**

Elle a des pesanteurs réglementaires classiques qu'on ne trouverait sans doute pas à Londres ou à New-York, mais globalement l'environnement réglementaire de la gestion est sain et l'encadrement législatif plutôt exigeant et bien conçu, si l'on met de côté les discours politiques parfois mal venus. La réglementation n'est pas un problème en soi, au contraire, c'est elle qui protège le marché et évite que les Etats n'aient à subir ses éventuelles défaillances.

**Que répondez-vous à ceux qui disent que les *hedge funds* sont dangereux ?**

Que les craintes relèvent du fantasme. D'abord, contrairement aux idées reçues nous ne sommes pas hors contrôle mais au contraire doublement surveillés, par le régulateur boursier mais aussi par les autorités bancaires. Ensuite, nous fonctionnons comme de petits établissements financiers – notre société pèse 1/50<sup>ème</sup> de BNP Paribas – qui ne présentent aucun risque systémique. Jamais un *hedge fund* n'a coûté quoique ce soit à la banque qui lui prêtait les fonds nécessaires à son activité ! Quant aux stratégies soi-disant spéculatives qui déstabiliseraient le marché et même les Etats, c'est absurde. Ce n'est pas Soros qui a attaqué la livre, c'est l'économie.



### ■ ASSEMBLÉE GÉNÉRALE DE L'OICV, LUXEMBOURG, 15-19 SEPTEMBRE 2013

L'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs, (OICV ou IOSCO), qui regroupe les autorités nationales de régulation et de supervision des marchés financiers dans le monde, tenait cette année sa 38<sup>ème</sup> Assemblée générale au Luxembourg, du 15 au 19 septembre.

L'AMAFI, représentée par Pierre de Lauzun, Délégué général et Véronique Donnadieu, Directeur des affaires internationales et européennes, a participé dans ce cadre à la conférence publique de l'Organisation, ainsi qu'aux réunions mises en place par ICSA (*International Council of Securities Associations*) entre les représentants de l'industrie et les présidents des différents comités de l'OICV en charge de mener les travaux techniques.

**Véronique Donnadieu**

### ■ ASSEMBLÉE GÉNÉRALE ICSA, PARIS, 13-15 AVRIL 2014

ICSA, instance internationale qui regroupe les associations représentant les professionnels des marchés financiers dans le monde, et dont l'AMAFI est membre fondateur, organise chaque année son Assemblée générale dans le pays d'un de ses membres. En 2014, c'est l'AMAFI qui prend en charge cette organisation.

L'Assemblée générale d'ICSA aura ainsi lieu à Paris du 13 au 15 avril 2014.

L'événement sera articulé, comme de coutume, autour d'une session privée, réservée aux seuls membres d'ICSA, et d'une session élargie à laquelle sont invitées des personnalités du monde financier (politique, régulateur, industrie).

**Véronique Donnadieu, Philippe Bouyoux**

### ■ REVUE DU SYSTÈME EUROPÉEN DE SUPERVISION FINANCIÈRE

S'interrogeant sur les modifications à apporter au système européen de supervision financière, le Parlement européen et la Commission européenne ont lancé des consultations au printemps 2013.

A cette occasion, l'AMAFI a souligné plusieurs préoccupations (*AMAFI/13-30 et 13-36*). Parmi celles-ci, figurent particulièrement certaines problématiques de cohérence du cadre européen résultant de textes adoptés ou en voie d'adoption. Par ailleurs, pour l'Association, la complexité du processus décisionnel conjuguée à celle de l'architecture réglementaire constituent une limite réelle à la mise en place d'un corpus de règles claires, applicable et appliqué de manière uniforme en Europe. De ce point de vue d'ailleurs, cette difficulté est appelée à durablement subsister : les marges d'appréciation inévitablement laissées aux autorités nationales dans l'interprétation et la mise en œuvre des règles, restent en effet nécessairement influencées par le cadre juridique et culturel dans lequel s'inscrit historiquement leur action. Ces aspects font ainsi l'objet d'un développement particulier au regard du bilan que l'Association porte sur le fonctionnement et les travaux de l'Autorité Européenne des Marchés Financiers (ESMA), pivot central dans l'élaboration d'un cadre d'exercice des activités de marché cohérent et harmonisé.

**Véronique Donnadieu**

### ■ ADOPTION DE LA DIRECTIVE TRANSPARENCE RÉVISÉE

Alors que la publication de la directive Transparence révisée est imminente à la suite de l'accord auquel sont parvenues les institutions européennes au mois de juin dernier, des travaux ont été engagés par l'AEMF pour la préparation des normes techniques de réglementation (NTR) auxquelles renvoient différentes dispositions de la directive révisée.

Dans ce cadre, l'AMF a sollicité l'AMAFI sur deux questions qui l'ont particulièrement mobilisée au cours des derniers mois. D'une part, concernant la méthode du delta pour la prise en compte des instruments dérivés à dénouement monétaire (méthode en faveur de laquelle l'Association avait fortement milité et qui a été retenue dans la directive révisée), l'AMAFI a proposé un expert pouvant participer au Groupe constitué par l'AEMF pour l'assister dans l'élaboration de son projet de NTR devant expliciter cette méthode. D'autre part, sur la question de la méthode de calcul du seuil d'exemption de 5% des instruments contenus dans le portefeuille de négociation des PSI, l'AMAFI a, à nouveau, fait valoir que la prise en compte pour le calcul de ce seuil des instruments financiers dérivés à dénouement monétaire aurait pour effet de neutraliser l'exemption. Sur cette question néanmoins, les chances de succès apparaissent limitées, faute d'accord des autres régulateurs. En tout état de cause, ces projets de NTR devraient, le moment venu, donner lieu à consultation par l'AEMF à laquelle l'AMAFI participera naturellement.

**Sylvie Dariosecq, Julien Perrier**

## ■ RÉMUNÉRATIONS

Dans le cadre de l'entrée en vigueur à la fin de l'année de la directive CRD4, et plus particulièrement de ses dispositions relatives aux rémunérations des preneurs de risque, l'Autorité bancaire européenne (EBA) a mis en consultation un projet de standards techniques relatifs à l'identification des preneurs de risque (EBA/CP/2013/11).

A cette occasion, l'AMAFI a souligné la nécessité que les critères quantitatifs proposés (en particulier celui concernant les rémunérations totales supérieures à 500 000 euros) puissent être appréhendés à la lumière des risques effectivement pris par les personnes concernées dans leurs activités professionnelles (AMAFI / 13-39). Elle a ainsi rappelé qu'un certain nombre d'activités exercées par ses adhérents, bien que potentiellement génératrices de rémunérations élevées, ne les exposent pas pour autant à des risques susceptibles de mettre en péril leur pérennité.

A ce stade, ces standards ne devraient pas être finalisés avant mars 2014. Aussi, lors des discussions en cours avec les autorités françaises pour la transposition de la directive, il a été souligné qu'une publication si tardive ne permettrait pas aux établissements de modifier le périmètre de leurs populations concernées s'agissant des rémunérations versées en 2014 au titre de 2013.

Par ailleurs, l'arrêté concernant le plafonnement des rémunérations variables des preneurs de risque résultant de l'adoption de la loi de séparation et de régulation des activités bancaires (Comofi, art. L. 511-41-1-C) est en cours de préparation. Il devrait reprendre les dispositions équivalentes de la CRD4 qui prévoient un ratio de rémunération variable sur rémunération fixe de 1, pouvant aller jusqu'à 2 sur décision de l'assemblée générale compétente.

**Stéphanie Hubert**

## ■ PLAN STRATÉGIQUE DE L'AMF

Simultanément à la publication de son rapport annuel pour l'exercice 2012, l'AMF a mis en consultation publique un document, intitulé « Redonner du sens à la finance », présentant les grandes orientations de sa stratégie pour la période 2013-2016. Ce Plan stratégique s'articule autour de trois grands axes, déclinés chacun en différents objectifs :

- La nécessité pour l'AMF de s'investir pour des marchés européens sûrs et transparents ;
- Le rétablissement de la confiance des épargnants ;
- La nécessité d'agir pour le financement de l'économie.

Si elle soutient dans leur ensemble les propositions ainsi énoncées, l'AMAFI a toutefois souligné le besoin d'établir une hiérarchisation compte tenu des nombreuses actions identifiées (AMAFI / 13-40).

A cet égard, elle a distingué trois priorités que sont le financement des entreprises, le développement d'un discours public sur les enjeux liés à l'existence d'une Place financière, et la prise en compte de la très grande fluidité résultant de l'intégration européenne. C'est cette dernière en effet qui permet à ceux qui fournissent des services et produits financiers depuis l'étranger sous le bénéfice du passeport européen de ne pas avoir à appliquer les règles particulières mises en place par la France. Par ailleurs, s'agissant de la concertation professionnelle et de la volonté exprimée par l'AMF de refonder le lien avec les acteurs de Place, l'Association a rappelé le rôle primordial joué par les associations professionnelles et l'importance de leur consultation systématique sur les questions les intéressant.

**Bertrand de Saint Mars**

## ■ LANCEMENT DU PEA PME

Conformément à l'annonce faite par le Ministre de l'Economie fin août, la loi de finances pour 2014 met en place à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2014, le PEA PME, dispositif sur lequel l'AMAFI est particulièrement engagée depuis plusieurs mois au regard de l'enjeu qu'il constitue pour le financement des entreprises moyennes et intermédiaires.

Comme elle l'a fait valoir auprès des pouvoirs publics, le PEA PME est constitué de façon indépendante du PEA classique et permet l'investissement en titres obligataires, ce qui est particulièrement important au regard des besoins de financement des PME et

ETI. L'Association regrette néanmoins que les obligations ne soient accessibles que via des organismes de placement collectif et que la définition des entreprises éligibles au dispositif ne soit pas articulée, pour celles qui sont cotées, sur le périmètre EnterNext. Elle regrette également qu'aucune incitation fiscale à l'entrée ne soit prévue, ce qui conduira, compte tenu de ce qui est perçu comme un risque par les ménages, à réserver en pratique le PEA PME aux ménages ayant atteint le plafond sur leur PEA. Sur ces points, l'AMAFI suivra avec attention les travaux parlementaires qui vont maintenant s'engager.

**Emmanuel de Fournoux**

## ■ PLACEMENT PRIVÉ OBLIGATAIRE (EURO PP)

L'AMAFI a poursuivi sa réflexion engagée l'hiver dernier sur les moyens de favoriser le développement d'opérations de placement privé de dette, principalement d'ETI, directement auprès d'investisseurs institutionnels. Alors que le cadre réglementaire applicable à ce marché naissant de l'« Euro PP » vient d'être considérablement assoupli par le décret n° 2013-717 du 2 août 2013, qui étend de façon significative la liste des actifs admis en représentation des engagements réglementés des entreprises d'assurance, le besoin de définir un cadre d'exécution précis pour ce marché a conduit à la constitution d'un groupe de travail dédié au sein de l'AMAFI.

Depuis plusieurs semaines, celui-ci a travaillé activement à la production de divers documents ayant vocation à faciliter la compréhension et, par voie de conséquence, le développement de ces opérations. L'objectif ayant toujours été de verser ces documents aux débats dans un cadre élargi. L'occasion lui en est maintenant donnée dans le cadre d'un groupe de Place constitué sous l'égide de la Banque de France avec toutes les parties prenantes à ces opérations, investisseurs institutionnels et émetteurs, groupe au sein duquel l'AMAFI poursuit maintenant son action. L'enjeu est d'établir des outils et standards de Place pouvant contribuer utilement à faire de l'Euro PP un marché de référence en France, mais aussi à l'international.

**Sylvie Dariosecq, Julien Perrier**

■ **CROWDFUNDING**

L'AMAFI a participé au cours de ces derniers mois à diverses réunions de Place organisées par la DGT et les régulateurs visant à préparer la mise en place d'un cadre juridique favorable aux opérations de « *Crowdfunding* » (littéralement « financement par la foule »), dites aussi de financement participatif, auxquelles ont recours certaines entreprises de petite taille pour se financer par voie de prêts ou de placements de titres. Ce cadre, qui devrait être créé par voie d'ordonnance, devrait notamment définir un nouveau statut de conseiller en investissement propre au financement participatif ainsi que diverses mesures d'adaptation du régime et du périmètre des offres au public de titres financiers.

L'Association est naturellement attentive à ces initiatives qui peuvent permettre de satisfaire des besoins particuliers à un moment où notre modèle de financement est contraint à une évolution rapide. Alors toutefois que l'épargnant sollicité dans ce cadre n'est pas nécessairement dans une perspective caritative ou philanthropique, ni n'a une proximité forte (familiale ou géographique) avec le demandeur de financement, le cadre dérogatoire qui est aujourd'hui imaginé pour cette activité ne peut avoir de légitimité que si les volumes de financements en cause sont marginaux, voire très marginaux. A défaut, la question nécessiterait d'être replacée dans le contexte plus global des contraintes s'appliquant aux acteurs traditionnels que sont les banques et les entreprises d'investissement, le cas échéant pour redéfinir les priorités qui ont conduit à constituer et renforcer au fil du temps ces contraintes, particulièrement en termes de protection des investisseurs. Des projets de texte devant faire l'objet à l'automne d'une consultation de la Place, ces problématiques seront au centre de la réflexion de l'AMAFI.

**Sylvie Dariosecq**

■ **ANALYSE FINANCIÈRE**

L'AMF a consulté les associations professionnelles concernées sur un projet de guide relatif à l'analyse financière, élaboré suite à une étude thématique réalisée sur la base d'entretiens avec des prestataires de services d'investissement, des sociétés de gestion et des émetteurs. Ce projet contient des positions et recommandations portant notamment sur la définition de l'analyse financière, la frontière avec les communications à caractère promotionnel, les conflits d'intérêts, les dispositifs organisationnels, les relations avec les émetteurs et les règles de diffusion.

L'AMAFI qui se mobilise depuis longtemps pour un encadrement adapté de cette activité, composante importante de l'écosystème de Place, a examiné avec un soin tout particulier ce projet, tant du point de vue des bureaux de recherche de taille importante que des acteurs de taille plus réduite souvent tournés vers les valeurs moyennes. Les observations transmises à l'AMF (*AMAFI / 13-34*) visent particulièrement à ce que ce guide contribue à établir un environnement réglementaire sécurisant pour une activité dont la pérennité en France est fortement fragilisée par diverses évolutions.

Au moment où la question du financement des PME-ETI est particulièrement pressante, le maintien en France d'une capacité d'analyse financière sur les valeurs moyennes constitue un enjeu qui ne peut être négligé. Les principaux éléments sur lesquels des discussions sont engagées avec l'AMF concernent la diffusion différenciée des analyses à la clientèle, la caractérisation des communications à caractère promotionnel et les communications de l'analyste avec des tiers. En parallèle, l'AMAFI a lancé l'actualisation de son Code sur la gestion des conflits d'intérêts en matière d'analyse financière, dont la version actuelle date de 2005.

**Stéphanie Hubert, Julien Perrier**

# ACTIVITÉS

## AMAFI

Chiffres clés du 01/09/2012 au 01/09/2013

- 35** Réponses à des consultations publiées ou en cours
- 14** Notes d'analyse / de position
- 7** Conférences et événements AMAFI
- 3** Normes professionnelles
- 2** Bonnes pratiques professionnelles

■ **TENUE DE MARCHÉ LOI BANCAIRE**

La loi n° 2013-672 du 26 juillet 2013 sur la séparation et la régulation des activités bancaires prévoit la filialisation par les établissements de crédit de leurs activités pour compte propre, à moins qu'elles ne respectent certaines conditions, qui doivent être précisées par voie d'arrêté, la finalité étant d'assurer qu'elles répondent à un besoin client. Ainsi, en est-il par exemple de la tenue de marché. Une première réunion de réflexion avec l'ACPR a eu lieu sur cette question à la fin du mois de juillet. La concertation de Place étant maintenant lancée par la Direction Générale du Trésor, l'AMAFI et la FBF ont constitué un groupe de travail en vue de formuler des propositions en la matière. Sur la base du document de travail qui vient d'être présenté, les discussions se poursuivent maintenant.

**Emmanuel de Fournoux**

■ **LUTTE CONTRE LE BLANCHIMENT**

L'ACPR travaille actuellement à l'élaboration de nouvelles lignes directrices concernant la gestion de fortune, afin notamment de tenir compte des enseignements de ses missions de contrôle réalisées en 2010 et 2011 auprès d'une vingtaine d'établissements engagés dans cette activité. En cours d'examen par les membres de la Commission Consultative LCB/FT de l'Autorité, ces lignes directrices devraient notamment proposer une définition de cette activité, exposer les risques LCB/FT qui lui sont liés et aborder les exigences organisationnelles applicables, particulièrement en termes d'échanges d'informations. Après des réflexions menées avec des professionnels de la banque privée, l'Association a fait part à l'ACPR de ses propositions, visant en particulier à ce que les particularités de cette activité soient pleinement considérées.

**Julien Perrier, Stéphanie Hubert**

## ■ INSTRUMENTS FINANCIERS COMPLEXES

Au printemps dernier, l'AMF a consulté plusieurs associations de Place sur trois projets de Positions relatives à la commercialisation des instruments financiers complexes, concernant :

- Sa Position n° 2010-05, qu'après trois années de fonctionnement, l'AMF souhaite compléter par un exemple supplémentaire de complexité, celui de l'assujettissement du profil de gain/perte du produit à la réalisation concomitante de plusieurs conditions sur différentes classes d'actifs.

- Une position distincte sur la nécessité d'offrir une garantie (de formule et/ou de capital selon les cas) pour les OPCVM structurés, les OPCVM « garantis », et les titres de créance complexes émis par des véhicules d'émission dédiés et commercialisés auprès du grand public. Il s'agit de traiter la situation dans laquelle ces produits n'offrent pas de garantie ou offrent des garanties non équivalentes à celles apportées par les établissements soumis à une réglementation prudentielle, ce qui induit un risque supplémentaire pour le client non professionnel.

- La transformation en Position de son Guide pour la rédaction des documents commerciaux dans le cadre de la commercialisation des titres de créance complexes, qu'elle modifie pour inclure ses exigences actuelles en la matière.

L'AMAFI, déjà très mobilisée en 2010 lors de l'élaboration des doctrines AMF et ACP sur les produits complexes et qui, depuis, suit leurs développements via un groupe de travail dédié, a fait part à l'AMF de ses observations et propositions (AMAFI / 13-28), celles-ci ayant donné lieu depuis à des échanges de qualité avec les services de l'Autorité.

Sur un plan général, l'Association a regretté que la coordination dont ont fait preuve l'ACP et l'AMF lors de la mise en place de leurs doctrines ne se poursuive pas dans le cadre de l'initiative aujourd'hui engagée par l'AMF, l'ACP n'ayant pas entrepris pour sa part de modifier sa recommandation.

Concernant plus particulièrement les deux derniers projets de Position, l'Association a formulé plusieurs propositions afin que leurs champs d'application ne laissent place à aucune ambiguïté, que les situations dans lesquelles des mentions spécifiques sont à ajouter dans la documentation commerciale soient clairement définies et que la nature des garanties à apporter aux produits complexes confère aux investisseurs la sécurité nécessaire, sans toutefois remettre en cause les pratiques en vigueur sur le marché.

**Stéphanie Hubert**

## ■ STATUT DES CIF

L'AMF a soumis à consultation son projet d'actualisation de sa Position n° 2006-03 sur le régime juridique des conseillers en investissements financiers (CIF). L'Association a notamment insisté sur la nécessité de veiller à une égalisation parfaite des règles applicables aux PSI et aux CIF en matière de relations clients lorsque ces personnes proposent des services de même nature (AMAFI / 12-38). Elle a également fait part de ses observations sur certains points, tels que la possibilité de cumuler les activités de CIF et de démarcheur bancaire et financier.

**Sylvie Dariosecq, Julien Perrier**

## ■ RÉFORME DES TITRES FINANCIERS COMPLEXES

Le projet de loi dit de simplification et de sécurisation de la vie des entreprises incorpore des dispositions importantes visant à simplifier la réglementation applicable aux titres financiers complexes. L'évolution ainsi proposée répond à une préoccupation identifiée en 2011 par le Comité Opérations Financières, qui avait alors formulé des propositions de modification de certains articles du Code de commerce. Ces travaux initiaux ont été ensuite repris et approfondis dans le cadre d'un groupe Paris Europlace dont les propositions inspirent maintenant la réforme en cours.

**Bertrand de Saint Mars**

## ■ TTF EUROPÉENNE

Dans une note consultative du 6 septembre 2013, les services juridiques du Conseil européen ont estimé que le projet de TTF européenne ne serait pas conforme au droit communautaire. Est particulièrement en jeu par rapport aux Traités européens, le principe de résidence, qui conduit à considérer comme résident d'un Etat participant à la coopération renforcée, l'établissement financier qui, quelle que soit sa localisation, réalise une transaction financière avec ou pour le compte d'une partie située dans un tel Etat. Cet avis s'ajoute ainsi aux nombreuses voix qui, depuis plusieurs mois, aux côtés des incertitudes juridiques, soulignent les différents dangers économiques et financiers d'un tel projet.

Si le principe même d'une TTF européenne ne devrait pas être remis en cause, il apparaît de plus en plus envisageable que le dispositif évolue pour être recentré, comme le juge nécessaire l'AMAFI, sur un principe d'émission, d'ailleurs déjà en vigueur selon des formats différents, en France, en Italie et au Royaume-Uni. Pour l'évolution de ce dossier, la position qui sera prise par l'Allemagne, à l'issue des élections qui viennent d'avoir lieu, jouera sans doute un rôle clé.

**Eric Vacher**

# CONFÉRENCE

AMAFI - PWC LANDWELL

**LES TAXES SUR LES TRANSACTIONS FINANCIÈRES EN EUROPE**

(date à déterminer : fin novembre début décembre 2013)

L'AMAFI organise avec le cabinet PWC-Landwell une conférence sur les taxes sur les transactions financières en Europe. L'événement sera l'occasion de points de vue croisés des pouvoirs publics et des acteurs économiques sur les dispositifs en vigueur et en voie d'adoption. Après un panorama sur les taxes existantes dans le monde et en Europe et leurs impacts, il apportera un éclairage particulier sur le projet de TTF européenne et ses enjeux.

*Renseignements et inscriptions : Sicile Rouillé : [srouille@amafi.fr](mailto:srouille@amafi.fr)*

## FISCALITÉ

## LUTTE CONTRE LA FRAUDE ET L'ÉVASION FISCALES

## Liste noire française des paradis fiscaux

Dans un contexte mondial marqué par la crise économique et financière, la France avait introduit en 2009, la notion d'« Etats et Territoires Non Coopératifs » (ETNC). Au plan fiscal, les opérations effectuées dans ces ETNC ou au profit de personnes qui y sont établies ou fiscalement domiciliées sont, depuis lors, soumises à un traitement fiscal dissuasif. Cet été, la « liste noire » des ETNC a été remise à jour en y ajoutant Jersey, les îles vierges britanniques et les îles Bermudes. C'est la première fois que des territoires dotés d'une place financière sont inclus sur cette liste, ce qui aura des conséquences pour les entités financières ayant des participations ou des activités dans ces territoires (AMAFI / 13-41).

## Echange automatique d'informations fiscales

A l'horizon 2016, la « liste noire » française qui ne compte aujourd'hui qu'une dizaine d'Etats, pourrait significativement s'allonger. En effet, le projet de loi relatif à la lutte contre la fraude et l'évasion fiscales et la grande délinquance économique et financière, prévoit, à partir de janvier 2016, de faire de l'échange automatique de renseignements le critère de distinction entre les ETNC et les Etats coopératifs. Dans le même esprit, les Etats membres du G20 se sont engagés, lors du dernier sommet de septembre 2013 à Saint Petersburg, à faire de l'échange automatique de renseignements la nouvelle norme internationale. Ainsi, au-delà de 2015, l'échange automatique de renseignements devrait être effectif pour l'ensemble des Etats membres du G20 qui s'engagent à le rendre applicable à l'échelle mondiale. Dans le même temps, la Commission européenne travaille sur un projet multilatéral d'échange automatique de renseignements inspiré de la législation américaine FATCA.

Eric Vacher

## CONFÉRENCE

CLUB BANQUE,  
15 OCTOBRE 2013

## TTF EUROPÉENNE

Bertrand de Saint Mars, Délégué général adjoint de l'AMAFI, interviendra lors de la conférence du Club Banque consacrée à la taxe européenne sur les transactions financières, le 15 octobre prochain, sur le thème : « Les effets secondaires et impacts financiers sur les activités de marché en France ».

Renseignements et inscriptions :  
[www.revue-banque.fr](http://www.revue-banque.fr), rubrique  
« Séminaires »

## ZOOM AMAFI

## NOUVEAUX ADHÉRENTS

■ **EQUITIM**, entreprise d'investissement ayant pour principale activité le conseil et courtage en produits structurés. Ses dirigeants sont M. Damien Leclair (Fondateur Gérant) et M. Jean-Christophe Charlin (Associé co-gérant).

■ **FUNDQUEST ADVISOR**, entreprise d'investissement dont les principales activités sont le conseil en investissement ou toute autre forme de recommandation générale (sélection de gérants, sélection d'OPC ou de produits similaires, production de modèles de portefeuille, réalisation de *due diligences ad*

*hoc*) auprès d'investisseurs professionnels et de clients institutionnels, tant en France qu'à l'étranger. Ses dirigeants sont Mme Charlotte Dennerly (Président) et M. Stéphane Pouchoulin (Directeur Général).

■ **UNICREDIT BANK AG Paris**, établissement de crédit ayant pour principale activité la vente de produits financiers (obligations, produits taux, dérivés) pour une clientèle institutionnelle et entreprises. Ses dirigeants sont M. Jean-Christophe Galtier (Directeur) et M. Ottorino Menghini (Directeur adjoint).

ASSOCIATION FRANÇAISE  
DES MARCHÉS FINANCIERS  
13, RUE AUBER • 75009 PARIS  
TÉL. : 01 53 83 00 70  
TÉLÉCOPIE : 01 53 83 00 83  
[www.amafi.fr](http://www.amafi.fr)

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

## VOS CONTACTS

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