

# QUAND LES MARCHÉS OUVRENT LES BRAS AUX PME

**EDITO** *Au moment où il n'a jamais été aussi urgent de sensibiliser nos compatriotes à l'intérêt de diriger une partie de leur épargne vers le financement des entreprises, ce sont des signaux extrêmement négatifs qu'envoient la loi de finances rectificative 2012 et les projets pour 2013 : fiscalisation accrue des dividendes, hausse du forfait social, taxe sur les transactions financières, taxation du capital, ...*

*Dans l'environnement budgétaire très contraint qui est le nôtre, une hausse de la pression fiscale peut sembler inéluctable, même si c'est la réduction des dépenses qui devrait jouer le rôle principal. Mais plus cette pression augmentera, plus il sera nécessaire que la structure de la fiscalité offre un avantage relatif à l'épargne allouée au financement long des entreprises, obligations et plus encore actions. La croissance et l'emploi, qui sont parmi les priorités affichées du Gouvernement, en dépendent étroitement. Or, si les projets annoncés sont confirmés, il n'y aura virtuellement en France plus d'acheteur naturel d'actions à l'avenir. Plus d'accès aux fonds propres autres que par des investisseurs étrangers. Cette situation sans précédent dans l'histoire serait à terme catastrophique.*

*En tout état de cause, quels que soient leurs mérites ou défauts, les autres actions initiées ou appuyées par le Gouvernement, comme la Banque Publique d'Investissement ou la Bourse de l'Entreprise, ne pourront apporter une réponse à la hauteur des enjeux si elles ne s'inscrivent pas dans une démarche d'ensemble orientée dans le bon sens. Des propositions ont été formulées par l'AMAFI à la mi-juillet (AMAFI / 12-33). Le débat budgétaire qui va prochainement s'ouvrir doit être l'occasion de prendre ce sujet à bras le corps.*

**Pierre de Lauzun**

Délégué général de l'AMAFI



**Sur fond de crise, le crédit bancaire se contracte. Plus que jamais, les entreprises vont devoir se tourner vers les marchés pour se financer. Dans ce contexte tendu, la Place se mobilise pour redynamiser un marché des PME en pleine déprime.**

## SOMMAIRE

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

# QUAND LES MARCHÉS OUVRENT LES BRAS AUX PME

**T**raditionnellement en France, les entreprises préfèrent recourir aux prêts bancaires que lever des fonds sur les marchés financiers. Ainsi, elles ne font appel à la bourse que pour couvrir 30% de leurs besoins, contre près de 75% dans les pays anglo-saxons. Une « exception française » qui aurait pu perdurer si la crise n'avait pas modifié la donne en profondeur. Pour sécuriser les établissements bancaires, les gouvernements ont renforcé les exigences de fonds propres imposées aux banques. Conséquences : une contraction du crédit et donc un besoin accru de recours aux marchés pour les entreprises.

Une situation d'autant plus critique pour les PME que, contrairement aux très grandes entreprises, elles sont fortement dépendantes de l'épargne domestique et du crédit bancaire. Dès lors, la Place de Paris se mobilise actuellement pour trouver des solutions susceptibles d'attirer ces entreprises sur les marchés et de les aider « Depuis 30 ans, la nécessité d'encourager les entreprises à se financer par la bourse revient régulièrement à l'ordre du jour, confie Philippe de Portzamparc, Président de la société de bourse Portzamparc, soit parce que le contexte économique se dégrade, soit parce qu'un nouvel outil s'enraye et qu'il faut revoir le système ».

Outre le contexte financier difficile depuis 2008 et ses conséquences économiques qui imposent de revoir le financement des entreprises, plusieurs problèmes sont pointés du doigt. A commencer par la lourdeur de la réglementation imposée aux sociétés cotées.

Taillée sur mesure pour les grands groupes, celle-ci s'avère le plus souvent inadaptée aux valeurs petites et moyennes, de sorte que la cotation leur apparaît trop compliquée et excessivement coûteuse. Un phénomène dénoncé en mars 2010 par le rapport de Fabrice Demarigny, ancien Secrétaire général de CESR et aujourd'hui avocat chez Mazars, recommandant l'adoption d'un *Small Business Act* européen. Certains dénoncent également les effets de la directive MIF. Entrée en application en 2008, celle-ci avait pour ambition d'ouvrir la négociation d'ordre à la concurrence. A l'arrivée, ce nouvel univers concurrentiel aurait contraint l'entreprise de marché à concentrer ses efforts commerciaux sur les grandes valeurs plus rentables au détriment des autres. « Les 3/4 des sociétés cotées sur les compartiments B et C d'Euronext sont parisiennes, alors que 70% du PIB émane des régions. Vingt huit départements français n'ont pas de PME cotées en bourse. Et pour cause, depuis la suppression des bourses régionales, puis des délégations en région de NYSE Euronext, l'activisme des places financières de Lyon, Marseille et Nantes ne peut suffire à réanimer le marché boursier » regrette Philippe de Portzamparc. « Les PME-ETI ont toujours été centrales dans notre activité, la MIF n'y a rien changé dès lors que ni la concurrence ni la fragmentation ne concernent principalement les valeurs petites et moyennes » précise Marc Lefèvre, Directeur du Développement Commercial et des Relations Emetteurs Listing Europe chez NYSE Euronext, en réponse aux critiques qui ont pu être émises à l'encontre de l'entreprise de marché.



## réparer la sortie de crise

En tout état de cause, l'heure n'est plus à la recherche des responsabilités, il faut trouver des solutions pour que les entreprises reprennent le chemin de la bourse, ce qui suppose de repenser entièrement un écosystème sinistré. En novembre 2011, Gérard Rameix et Thierry Giami remettent à François Baroin, alors Ministre de l'économie, un rapport qui dresse un diagnostic sévère de la situation : « le total de la capitalisation des 574 PME-ETI cotées représente moins que la capitalisation de la première grande valeur française ». Il pointe alors l'urgence d'organiser une relance de ce marché et propose « La création d'une bourse des PME-ETI, par NYSE Euronext, actionnaire de référence, qui associerait des partenaires ancrés dans le financement de ces entreprises, qu'une participation minoritaire de la Caisse des Dépôts aiderait à rassembler et organiser. Cette bourse spécialisée qui regrouperait les marchés de PME-ETI cotées existants, mettrait en œuvre une stratégie visant à refonder une politique active à l'égard de ces entreprises et à relancer une présence commerciale auprès de ces sociétés ». Critiqué par les uns, salué par les autres, ce rapport aura au moins eu le mérite d'ouvrir les réflexions. Euronext décide à la même époque de mettre en place un Comité d'Orientation Stratégique (COS) chargé de réfléchir, sous la direction de Fabrice Demarigny, à la manière de relancer le marché des PME-ETI. « Il nous semble important de profiter des circonstances difficiles actuelles pour préparer la sortie de crise. C'est pourquoi nous avons mis en place en novembre



**ERIC LE BOULCH,**  
PRÉSIDENT  
DIRECTEUR GÉNÉRAL  
CM-CIC SECURITIES  
ET ADMINISTRATEUR  
DE L'AMAFI

**Vous avez activement participé au Comité d'Orientation Stratégique d'Euronext. Pensez-vous que le rapport va déboucher sur des solutions concrètes ?**

Lors de sa présentation aux Journées Paris-Europlace début juillet, NYSE-Euronext a indiqué qu'il ne s'agissait pas d'un simple rapport mais d'un projet. Une analyse confirmée par le ministre de l'Economie Pierre Moscovici qui a annoncé le même jour l'inscription des travaux au menu du Haut Comité de Place. Nous avons travaillé entre professionnels, sous la direction de Fabrice Demarigny, dans un contexte de parfaite indépendance. A l'arrivée, et après de nombreux débats, les 30 propositions ont été adoptées à l'unanimité. Je crois que nous sommes parvenus à un projet très concret. Certains points peuvent encore donner lieu à discussion dans le cadre de la consultation de place, mais globalement le rapport a reçu un excellent accueil. Il s'agit maintenant de le mettre en œuvre.

**Quelles sont les propositions les plus importantes parmi les 30 présentées ?**

Elles forment un tout indissociable dès lors qu'elles traitent de l'ensemble des questions liées au fonctionnement de la Bourse de l'Entreprise, de sa structure aux nouveaux droits et devoirs des intermédiaires en passant par la gouvernance de la nouvelle entité. Ensemble, elles posent les bases d'une bourse paneuropéenne d'une dimension suffisamment importante pour être attractive aux yeux des investisseurs : 900 valeurs, dont 500 valeurs françaises, sur 4 marchés.

**La création de la Bourse de l'Entreprise, si elle est réalisée, suffira-t-elle à relancer le marché des PME-ETI ?**

Elle est importante, voire déterminante mais pas suffisante. C'est la raison pour laquelle le rapport du COS évoque les mesures qui doivent accompagner l'action de NYSE Euronext sur le terrain juridique et fiscal. Il est crucial en effet de développer l'épargne longue en actions et d'accompagner la désintermédiation bancaire. La transcription de la directive AIFM et la nécessité pour les gestions d'assurance d'investir sur de l'obligataire *corporate* créent une opportunité. La Bourse de l'Entreprise est complémentaire de la Banque Publique d'Investissement en étant une infrastructure au service de la structuration des Entreprises de Taille Intermédiaire. La Bourse de l'Entreprise doit disposer de moyens propres, d'une large cote et être encadrée par des règles d'organisation assurant l'alignement des intérêts entre les émetteurs, les investisseurs, les intermédiaires et NYSE Euronext pour sortir par le haut et apporter une réponse à la hauteur des enjeux auxquels nos entreprises doivent faire face pour générer la croissance dont nous avons crucialement besoin.

2011 le COS en réunissant des professionnels de marché indépendants, intermédiaires, investisseurs ou émetteurs français, belges, néerlandais et portugais, à qui nous avons souhaité garantir la plus totale liberté de parole » explique Marc Lefèvre. Publié le 3 juillet dernier, le rapport intermédiaire comprend une trentaine de propositions.

## Une nouvelle Bourse de l'Entreprise ?

Le cœur du dispositif consiste dans la création d'une « Bourse de l'Entreprise » qui réunirait les sociétés des compartiments B et C ainsi que celles cotées sur Alternext, soit environ 900 sociétés, parmi lesquelles 500 PME/ETI françaises. En réunissant d'entrée de jeu les entreprises de 4 places de cotation (France, Pays-Bas, Belgique et Portugal) les auteurs du rapport souhaitent créer un marché que sa taille rendra attractif. La nouvelle bourse serait pilotée par une structure juridique dédiée, filiale d'Euronext, comprenant un conseil de surveillance de 10 à 15 membres représentatifs des acteurs du marché. Le rapport préconise également de redéfinir les droits et les devoirs des intermédiaires qui accompagnent les entreprises en bourse. Si Euronext occupe un rôle majeur dans le nouveau dispositif, les auteurs du rapport évoquent également la nécessité d'une action des pouvoirs publics. Il ne suffit pas en effet de créer un marché attractif, encore faut-il que les investisseurs et les épargnants s'intéressent à ces valeurs.

Or, l'épargne en France est très peu orientée vers l'investissement en actions. C'est pourquoi le rapport recommande d'orienter les produits d'épargne vers les PME-ETI et les entreprises de croissance, par exemple en rendant obligatoire un FCPE qui leur serait dédié dans chaque PEE ou encore en permettant aux contrats d'assurance-vie multi-supports d'offrir une partie investie en PME-ETI. Il s'agit également de mettre en place des mesures fiscales incitatives, par exemple dans le cadre du PEA. « C'est un rapport très encourageant dans la mesure où il émet des propositions concrètes en posant les bases d'un nouveau système sans repartir de zéro mais en capitalisant sur ce qui existe déjà, analyse Eric Forest, Gérant chez Oddo Corporate Finance. L'important maintenant est d'aller vite, c'est la clef du succès ».

Le gouvernement a réservé un très bon accueil au rapport du COS d'Euronext lors de sa présentation en juillet, ce qui est encourageant. A peu près dans le même temps, dans ce même souci d'apporter des solutions à certains besoins de financement des PME-ETI, il annonçait d'ailleurs la création d'une Banque Publique d'Investissement, ce qui montre que le sujet est bien inscrit sur l'agenda. Soumises à consultation durant l'été, les propositions seront débattues et, éventuellement amendées. La Bourse de l'Entreprise n'est donc pas encore sur les fonts baptismaux mais elle a de bonnes chances de naître.

**Olivia Dufour**

## ■ ASSEMBLÉE GÉNÉRALE ANNUELLE D'ICSA COPENHAGUE, 10-12 JUIN 2012

L'*International Council of Securities Associations* (ICSA) a tenu sa 25<sup>ième</sup> assemblée générale à Copenhague, accueilli par l'Association danoise des marchés financiers. L'AMAFI était représentée par Pierre de Lauzun, Délégué général, et Véronique Donnadiou, Directeur des affaires européennes et internationales. Comme les années précédentes, la réunion a été scindée en deux parties. L'une réservée aux membres d'ICSA a été l'occasion de dresser le bilan des activités menées au cours de l'année écoulée et de définir les axes de travail des prochains mois.

L'autre partie de la réunion s'est déroulée sous forme de conférence à laquelle étaient invitées des personnalités extérieures (régulateurs, politiques, représentants de l'industrie), donnant ainsi lieu à des échanges et des interventions de grande qualité. ICSA a par ailleurs accueilli, pour leur première participation en tant que nouveaux membres, l'Association mexicaine (membre plénier), et l'Association thaïlandaise (membre correspondant).

**Véronique Donnadiou**

## ACTIVITÉS

### AMAFI

Chiffres clés du 01/09/2011  
au 01/09/2012

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

**13** Notes d'analyse / d'information

**9** Conférences et événements AMAFI

**3** Normes professionnelles

**2** Bonnes pratiques professionnelles

## ICSA PROMEUT LA RECONNAISSANCE MUTUELLE ENTRE RÉGULATEURS

Constatant de nombreuses divergences dans la mise en œuvre nationale de certains engagements du G20, mais aussi le développement des réglementations locales ayant une portée extra-territoriale, ICSA a souhaité attirer l'attention des instances internationales sur les conséquences néfastes de telles évolutions et proposer une alternative.

Dans le cadre de la consultation menée par la CFTC – *Commodity Futures Trading Commission* - sur l'application internationale des dispositions du *Dodd-Frank Act* relatives aux dérivés, ICSA lui a adressé un courrier saluant d'une façon générale l'approche proposée de la *substituted compliance* tout en mettant en exergue les difficultés en résultant. Contrairement à la reconnaissance mutuelle dont le mécanisme conduit à exempter de façon générale toutes les entités d'un pays dont le cadre réglementaire a été reconnu au préalable équivalent ou comparable, la *substituted compliance* suppose en effet que chaque entité souhaitant s'en prévaloir établisse individuellement qu'elle se conforme bien aux exigences de son pays, dont le cadre réglementaire aura préalablement été reconnu « *comparable and comprehensive* » au cadre américain. Comme l'a relevé ICSA, cela implique un processus long et coûteux pour chaque acteur de marché concerné.

Par ailleurs, ICSA a eu des échanges par voie de courriers avec Mark Carney, Président du Conseil de la Stabilité financière (CSF), afin de promouvoir la coordination multilatérale et globale entre régulateurs. ICSA a notamment appelé le CSF à favoriser la reconnaissance mutuelle des réglementations en élaborant un cadre multilatéral de mise en œuvre de cette approche.

Enfin, dans le prolongement de ces échanges, ICSA a tout récemment également adressé un courrier à l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (OICV ou IOSCO), l'invitant à développer des principes et une méthodologie en matière de reconnaissance mutuelle.

Ces courriers sont disponibles sur le site de l'AMAFI, rubrique « *Documentation* ».

**Véronique Donnadiou**

## ABUS DE MARCHÉ ET SCANDALE DU LIBOR

Suite au scandale déclenché par les manipulations du LIBOR, les autorités européennes ont décidé d'une part, de modifier les projets de règlement et de directive Abus de marché afin de pouvoir sanctionner la manipulation d'indices de référence et d'autre part, d'encadrer la production et l'utilisation de ces indices avec des règles spécifiques. Deux consultations publiques ont ainsi été lancées : l'une par la Commission ECON du Parlement européen sur les moyens à mettre en œuvre pour éviter de telles manipulations à l'avenir ; l'autre par la Commission européenne sur les mesures qui pourraient encadrer la production et l'utilisation des indices de référence.

Si l'AMAFI considère qu'il est évidemment indispensable que de telles manipulations puissent être sanctionnées, elle a cependant sensibilisé les autorités sur la très grande diversité des indices utilisés dans la sphère financière (*AMAFI / 12-40*). Elle considère qu'il serait peu pertinent d'appliquer les mêmes règles à tous les indices, ceux constitués sur-mesure, utilisés pour un nombre limité d'instruments financiers, étant déjà soumis à un corps de règles strictes.

Concernant plus particulièrement le projet de règlement Abus de marché, les travaux continuent aux niveaux du Conseil et du Parlement européen.

Si les discussions sont loin d'être finalisées à ce jour, les sujets sur lesquels l'Association se mobilise fortement, comme les sondages de marché, les pratiques de marché admises – et en premier lieu le contrat de liquidité – ou encore la définition des différents manquements et de la notion d'information privilégiée progressent favorablement à ce stade, tant au sein du Conseil que du Parlement européen où de nombreux amendements doivent être prochainement examinés.

**Stéphanie Hubert**

## DIRECTIVE PROSPECTUS ACTES DÉLÉGUÉS

L'Autorité Européenne des Marchés Financiers (AEMF ou ESMA) a mené une consultation sur l'avis technique qu'elle propose de soumettre à la Commission européenne à propos d'un certain nombre d'actes délégués concernant la directive Prospectus. Étaient particulièrement en jeu les informations devant être incluses dans le prospectus en cas d'émission ou d'admission à la négociation d'obligations échangeables ou convertibles.

La réflexion menée au sein du Comité Opérations Financières a conduit l'AMAFI à rejeter la proposition consistant à soumettre ces instruments aux mêmes obligations que celles applicables aux actions, s'agissant particulièrement de la fourniture d'une déclaration sur le fonds de roulement net ainsi que, dans certaines conditions, d'une déclaration sur le niveau des capitaux propres et l'endettement (*AMAFI / 12-35*).

L'Association a fait valoir que les deux types d'instruments ont une nature juridique différente qui justifie que le régime de l'information les concernant reste différent et ce, d'autant que la proposition de l'AEMF serait de nature à entraîner pour les émetteurs un coût significatif, jugé disproportionné par rapport aux bénéfices attendus.

**Sylvie Dariosecq**

## VENTES À DÉCOUVERT

Alors que le Règlement européen sur les ventes à découvert entre en vigueur le 1er novembre prochain, un certain nombre de questions, essentielles pour le paramétrage et le développement des systèmes mis en œuvre par les établissements financiers, restent en suspens. Le projet d'orientations de l'AEMF, publié le 16 septembre, a apporté quelques précisions quant aux modalités de fonctionnement des exemptions accordées aux activités de tenue de marché et à celles de spécialiste en valeurs du Trésor. Toutefois, ces exemptions s'appliquant instrument par instrument et uniquement pour les membres de marché, des difficultés subsistent pour, d'une part, identifier les instruments auxquels elles s'appliquent et, d'autre part, mettre en œuvre le dispositif de notifications et de restrictions applicable sinon.

Parallèlement, de nombreuses questions techniques demeurent sur le marché de la dette souveraine quant aux modalités de calcul des positions nettes, point essentiel pour mettre en œuvre l'obligation de notification mais aussi pour ne pas tomber sous le coup de l'interdiction des positions courtes sur CDS souverains.

L'AMAFI a engagé des discussions avec l'AMF sur ces différents sujets dans l'objectif que des éclaircissements puissent y être apportés. Elle prépare également sa réponse à la consultation de l'AEMF.

**Stéphanie Hubert, Emmanuel de Fournoux**

## ■ FINANCEMENT DES PME - CRÉATION D'UNE BOURSE DE L'ENTREPRISE

Le Comité d'Orientation Stratégique (COS), mis en place par NYSE-Euronext début 2012 pour relancer le marché des PME-ETI, a présenté ses propositions visant à instaurer une Bourse de l'Entreprise (cf *Dossier p 2*) dans un rapport intermédiaire, rendu public début juillet et soumis à consultation.

L'AMAFI accueille de façon globalement très favorable les diverses recommandations formulées par le rapport (AMAFI / 12-41). Comme elle l'a exprimé à de multiples reprises, l'Association considère que la nécessité pour les entreprises, et particulièrement les PME et ETI, de recourir de façon croissante aux financements de marché constitue un enjeu collectif particulièrement important pour la France. D'une part, parce que les compagnies d'assurance, traditionnellement les plus présentes dans l'investissement en actions ou en obligations

corporate faute d'investisseurs de long terme de type fonds de pension, sont amenées à se désengager de façon sensible sous la contrainte de Solvabilité 2. D'autre part, parce que les ménages ont une aversion croissante au risque, accentuée de surcroît par une structure de la fiscalité de l'épargne qui privilégie l'épargne à court terme garantie.

Si l'Association considère que la constitution d'une Bourse de l'Entreprise dans les conditions généralement prévues par le COS est tout à fait centrale, elle estime toutefois que ce n'est que l'un des volets d'un triptyque qui doit également :

- Assurer qu'il n'existe pas au niveau national de contraintes réglementaires inappropriées qui contrarient l'accès des PME et ETI à la cotation, et surtout freinent les investisseurs institutionnels dans leur capacité à investir dans les titres de ces sociétés, qu'il s'agisse d'ailleurs d'actions ou d'obligations;

- Modifier en profondeur la structure de la fiscalité de l'épargne en reconnaissant l'utilité collective de celle placée, directement ou indirectement, dans le financement long des entreprises.

Sans cette combinaison d'actions, les efforts et engagements attendus de la part d'un opérateur de marché risquent en effet de ne pas être pérennes. En tout état de cause, ils ne peuvent avoir d'impacts s'ils ne s'inscrivent pas dans une véritable stratégie collective de nature à susciter l'intérêt des investisseurs et des émetteurs pour la Bourse de l'Entreprise : un outil de négociation performant, répondant aux besoins et attentes de l'écosystème de marché, est en effet de peu d'intérêt si les émetteurs, et surtout les investisseurs, ne l'utilisent pas. L'AMAFI est, dans ce cadre, particulièrement attentive à ce que, sur ces trois volets, une action volontariste soit effectivement et rapidement mise en œuvre.

**Emmanuel de Fournoux**

## ■ INDUCEMENTS

En suite des contrôles effectués auprès des établissements, et dans le contexte des discussions en cours au niveau européen pour la révision de la directive MIF, l'AMF a décidé de clarifier sa doctrine relative à l'application des règles sur les avantages et rémunérations (*Inducements*).

Elle a ainsi mis en consultation un projet de positions et recommandations distinguant entre celles applicables immédiatement, car considérées comme résultant de la doctrine existante du CERVM (CESR), et les autres qui n'entreraient en vigueur qu'à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2013, un délai d'adaptation que l'Association estime d'ailleurs insuffisant eu égard aux impacts importants que cette doctrine peut avoir sur certains modèles économiques.

Dans ses échanges avec les services de l'AMF et la contribution qu'elle leur a fait parvenir (AMAFI / 12-37), l'AMAFI a plus particulièrement relevé que le projet, bien que très fortement orienté vers les activités de détail dans ses

constats et formulations, pose néanmoins des recommandations et positions en termes très généraux. Il semble en conséquence que celles-ci doivent s'appliquer également aux activités de gros, sans pourtant qu'une analyse propre de ces activités n'ait été menée.

Dans le contexte très concurrentiel de ces activités, très largement exercées de façon transfrontière sous couvert du passeport européen, des distorsions fortes à l'encontre des établissements établis en France en résulteront inévitablement. S'il peut indéniablement exister le besoin de préciser les conditions de mise en œuvre des règles prévues en matière d'*inducements* pour ce qui concerne les activités de gros, l'Association estime que de telles précisions doivent nécessairement être apportées dans un cadre harmonisé, sous l'autorité de l'AEMF : c'est essentiel pour éviter que le champ concurrentiel ne soit faussé entre les acteurs. Elle a donc estimé nécessaire que le champ de la doctrine AMF soit restreint aux activités de détail.

**Stéphanie Hubert**

## ■ TEST D'ADÉQUATION ET CARACTÈRE APPROPRIÉ

Suite aux travaux menés au sein du Pôle Commun avec l'ACP, l'AMF a mis en consultation un projet de position relative à la collecte des informations nécessaires à la réalisation des tests d'adéquation et du caractère approprié en vue de la fourniture d'un service d'investissement.

L'AMAFI constate que ce projet est fortement orienté vers les activités de détail et qu'en conséquence la doctrine qu'il pose n'est pas adaptée aux activités de gros. L'Association souhaite ainsi que, comme en matière d'*inducements*, le champ de cette position soit précisé de façon à exclure ces activités. Elle relève également le caractère disproportionné de certaines dispositions qui peuvent d'ailleurs soulever des difficultés au regard de la Loi Informatique et Libertés en ce qui concerne la transmission de données personnelles par les clients.

**Julien Perrier**

## ■ SONDAGES DE MARCHÉ NOUVEAU DISPOSITIF

L'entrée en vigueur le 11 octobre prochain du nouveau dispositif réglementaire applicable aux sondages de marché marque le terme de plusieurs mois de travaux entre l'AMAFI et les services de l'AMF pour rénover un cadre devenu inadapté.

Ce dispositif est constitué de l'article 216-1 modifié du RG AMF et de la Norme AMAFI approuvée en tant que code de bonne conduite par l'AMF après avis de l'AFECEI.

Dans le contexte des récentes décisions de la Commission des sanctions de l'AMF en la matière, l'enjeu est d'abord de clarifier les conditions de réalisation des sondages de marché. Sont ainsi dorénavant clairement distinguées les situations de sondages impliquant la communication d'une information privilégiée des autres. Les relations entre les différents intervenants (émetteurs, PSI membres du syndicat le cas échéant et investisseurs) font également l'objet de dispositions spécifiques afin de favoriser une meilleure coordination et d'améliorer l'information des personnes sondées. Par ailleurs, des obligations nouvelles d'enregistrement sont instaurées pour permettre à l'AMF de contrôler le respect des dispositions du nouvel article 216-1 comme de la Norme AMAFI. La Norme AMAFI et le document de commentaires qui l'accompagne (AMAFI / 12-30a et b) sont disponibles en français et en anglais sur le site web de l'Association : [www.amafi.fr](http://www.amafi.fr)

Par ailleurs, l'AMAFI reste mobilisée pour promouvoir l'harmonisation des règles applicables aux sondages de marché au niveau européen (cf. *News « Abus de marché et scandale du LIBOR », p 5*). Il est en tout état de cause essentiel que celles existant en France ne soient pas plus strictes qu'ailleurs en Europe, sauf à faire peser sur les acteurs établis sur notre territoire une distorsion insupportable s'agissant d'activités fortement internationalisées et très concurrentielles.

**Stéphanie Hubert**

## ■ FRANCHISSEMENTS DE SEUILS

L'adoption en mars dernier par la loi n° 2012-387 de diverses dispositions affectant le régime des franchissements de seuils a conduit l'AMF à proposer, au travers d'une consultation publique, des modifications corrélatives de son règlement général.

L'AMAFI s'est concentrée sur la seule proposition avec laquelle elle était en désaccord, celle concernant le mode de prise en compte, pour le calcul des franchissements de seuils, des instruments à dénouement monétaire (AMAFI / 12-34). Alors que l'AMF proposait la méthode du notionnel, depuis plusieurs mois déjà, l'Association militait vigoureusement pour la méthode du delta, seule à pouvoir fournir la transparence pertinente que tous les acteurs de marché appellent de leurs vœux. Elle a donc rappelé les arguments déjà avancés et fait valoir en outre, qu'en l'état actuel des discussions en cours sur la révision de la directive Transparence, il était très probable que ce soit cette méthode qui soit retenue et qui s'impose donc à terme dans l'ordre juridique français.

L'adoption au niveau français, pour une période transitoire, d'une autre méthode aurait ainsi peu de sens et serait génératrice de coûts importants pour les établissements financiers qui interviennent sur de tels instruments.

Cette argumentation a finalement été suivie par l'AMF, le règlement général prévoyant le recours à la méthode du delta pour ce type d'instruments. Cette modification devrait entrer en vigueur le 1<sup>er</sup> octobre.

**Sylvie Dariosecq**

## ■ LOI DE FINANCES RECTIFICATIVE POUR 2012

La deuxième loi de finances rectificative pour 2012 a été adoptée cet été, marquant le changement de gouvernement et de législature (AMAFI / 12-36).

Pour le secteur financier, on retiendra surtout, hors les aspects TTF, le doublement de la taxe bancaire sur les risques systémiques ainsi que la création d'une contribution de 3% sur les distributions effectuées par les sociétés françaises, qui devrait encore aggraver leurs difficultés de financement en fonds propres.

Parmi les autres mesures, figurent une panoplie de dispositifs dits « anti-abus » :

- Durcissement des règles de report des déficits
- Mesure « anti-coquille »
- Non déductibilité des « abandons de créances financiers »

Par ailleurs, dans la perspective de la préparation de la prochaine loi de finances pour 2013, l'AMAFI a transmis au Gouvernement, dès juillet, ses propositions (AMAFI / 12-33) en faveur d'une épargne longue en actions bénéficiant systématiquement de la clause de l'épargne la plus favorisée dans la mesure où elle assure le financement de l'économie et de l'emploi (cf. *Edito*).

**Eric Vacher**

## CONFÉRENCE

### FATCA – DÉBAT AMAFI/ ERNST & YOUNG SOCIÉTÉ D'AVOCATS

Les dispositions dites FATCA, *Foreign Account Tax Compliance Act*, imposent aux institutions financières non-américaines ayant des clients américains de transmettre des informations relatives à ceux-ci à l'administration américaine. Un premier modèle d'accord intergouvernemental a été publié le 26 juillet 2012 affinant la manière dont le dispositif FATCA aurait vocation à s'appliquer aux institutions financières des pays dits « partenaires » des États-Unis, dont la France.

Pour examiner la mise en conformité des intermédiaires financiers, dans le cadre de cet accord intergouvernemental, l'AMAFI a organisé, en partenariat avec Ernst & Young Société d'Avocats, un débat le 26 septembre dernier qui a réuni plus de 100 participants.

**Eric Vacher**

## ■ TAXE SUR LES TRANSACTIONS FINANCIÈRES (TTF)

La loi de finances rectificative pour 2012, publiée mi-août, a modifié le dispositif de TTF entré par ailleurs en vigueur le 1<sup>er</sup> août, notamment pour doubler son taux sur les actions portés ainsi à 0,20 %. Dans le même temps, ont également été publiés deux décrets d'application et une instruction fiscale fournissant un certain nombre de précisions.

Face aux différentes difficultés rencontrées par ses adhérents pour la mise en œuvre de ce dispositif, ce dossier continue d'être très mobilisateur pour l'AMAFI. Elle poursuit ainsi les travaux menés depuis le début de l'année, en liaison étroite avec la Direction Générale du Trésor et la Direction de la Législation Fiscale sur de nombreuses thématiques. Dans la seconde quinzaine de juillet, elle a notamment diffusé à ses adhérents dans une version provisoire,

la note en cours d'élaboration qui s'attache à rassembler les éléments d'appréciation utiles aux opérateurs, et qui sur de nombreux points, actualise et approfondit celle publiée en mars. Une version anglaise de ce document est par ailleurs en cours de préparation en liaison avec l'Association for Financial Markets in Europe - AFME en vue d'une publication parallèle à la version française.

La question de la qualification du redevable légal et de la répartition des rôles (collecte, déclaration et paiement de la taxe) quand interviennent plusieurs opérateurs, dont éventuellement certains établis à l'étranger, est plus notablement au centre de la réflexion actuellement. Un groupe de travail composé de fiscalistes et de juristes s'est réuni à plusieurs reprises depuis début juillet pour examiner ces problématiques. Sur ce thème, les travaux de l'AMAFI sont aujourd'hui menés en coordination avec l'AFG et la FBF.

En outre, au travers d'une enquête menée auprès de ses adhérents, l'Association s'attache également à évaluer les impacts opérationnels qui résultent du nouveau dispositif en ce qui concerne la taxation des acquisitions d'actions et de titres assimilés, et notamment en termes :

- d'éventuelles difficultés de recouvrement ;
- d'évolution possible à la baisse des volumes traités ou des prix constatés ;
- de modifications apparentes du comportement de certains investisseurs.

Par ailleurs, il est rappelé qu'en vue de l'introduction d'une TTF réunissant plusieurs pays européens, le Conseil Européen du 28 et 29 juin 2012 s'est fixé un calendrier pour la mise en place d'une coopération renforcée voulue par la France, l'Allemagne, la Belgique, l'Autriche, la Finlande, la Grèce, le Portugal, l'Espagne et l'Italie. Toutefois, l'adhésion nécessaire de 9 pays sur un dispositif commun apparaît très difficile à atteindre.

**Eric Vacher, Emmanuel de Fournoux,  
Sylvie Dariosecq**

## ZOOM AMAFI

### NOUVEAUX ADHÉRENTS

■ **PALICOSAS**, entreprise d'investissement dont l'activité principale est le placement non garanti portant sur des parts en actions de fonds d'investissement de private equity pour une clientèle professionnelle. Ses dirigeants sont M. Antoine Dréan (Président), M. Cédric Teissier (Directeur général délégué) et M. Arthur de Catheu (Directeur général délégué).

■ **BIL Finance**, filiale de Banque Internationale à Luxembourg, a pour principale activité le conseil aux entreprises et les interventions sur marchés actions et obligations pour le compte d'émetteurs et d'institutionnels. Ses principaux dirigeants sont M. Didier Chaudesaygues (Directeur général) et Mme Sophie Langlois (Directeur général délégué).

### EQUIPE AMAFI

**Julien Perrier** a rejoint l'AMAFI début septembre en qualité de **Chargé d'études, Affaires juridiques et Conformité**. Titulaire d'un Master 2 de droit bancaire et financier de l'Université Paris II et d'un LL.M. *Corporate and Finance Law* de l'Université de Glasgow, il a effectué un stage au sein de l'Association début 2012 où il a eu l'occasion de se familiariser avec les dossiers juridiques et conformité.

### VOS CONTACTS

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

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.

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