

TRADING HAUTE FRÉQUENCE : LES CLEFS POUR COMPRENDRE

EDITO *Investir en actions ? Trop risqué, ce n'est pas pour moi ! C'est du moins ce que pensent nombre de nos compatriotes. Ce qui nous vaut une décroissance régulière du nombre d'actionnaires depuis 2006. Et ce n'est pas la situation actuelle des marchés qui peut les amener à changer d'avis.*

Et pourtant ! Les Français ont un des taux d'épargne les plus élevés au monde. Ce qui traduit leur souci de se prémunir non seulement contre la montée des risques sociaux comme la retraite ou la dépendance, mais plus largement contre la réduction inéluctable de l'Etat providence. Alors pourquoi se priver du placement qui offre l'un des meilleurs rendements sur longue période comme le montrent toutes les études ?

Le désamour des Français pour les actions résulte, il est vrai, d'un lourd malentendu. Pour assurer le succès des privatisations et ramener vers la bourse une population qui s'en était détournée depuis la guerre, les pouvoirs publics ont accredité l'idée que l'investissement en actions permet une plus-value rapide et certaine. Ce qui bien sûr est faux. Les marchés actions ne sont pas faits pour un rendement rapide et sûr. Mais à long terme, leur rentabilité est bien supérieure à celle de tout autre placement. Une prise de conscience de l'enjeu est cruciale. Non seulement pour que les épargnants puissent bénéficier des rendements dont ils ont besoin, mais aussi parce que le financement de nos entreprises, par des actionnaires nationaux plus fidèles, en dépend de façon vitale. Ce sera à nouveau un des axes majeurs de l'AMAFI dans les prochains mois.

Pierre de Lauzun

Délégué général de l'AMAFI



Bienvenue dans l'ère du trading haute fréquence où le délai de transmission des ordres se calcule désormais en microsecondes. Un phénomène qui suscite le débat et mobilise l'attention des régulateurs.

SOMMAIRE

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

TRADING HAUTE FRÉQUENCE : LES CLEFS POUR COMPRENDRE

On l'appelle le *High frequency trading* ou *trading* haute fréquence (THF) en français. Il s'agit d'ordinateurs surpuissants, programmés pour collecter l'information et réagir en temps réel en envoyant des centaines d'ordres par seconde au marché. Ils opèrent par exemple sur les différences de cours d'une même valeur sur différentes places. Une course à la vitesse qui donne le vertige. Ainsi, dans une étude publiée au printemps dernier, l'Autorité des marchés financiers (AMF) explique qu'elle a observé sur le marché parisien jusqu'à 600 messages en une seule seconde, dont 190 émis par un seul acteur du marché. Le temps minimum observé entre deux messages d'un même membre est de 7 microsecondes, la plus courte durée de vie d'un ordre entre le moment où il est donné et son annulation : 25 microsecondes ! Pour aller toujours plus vite, les opérateurs n'hésitent pas à louer très cher des emplacements proches de l'ordinateur de l'entreprise de marché. A ce niveau-là en effet, tout compte, y compris la longueur du câble. On les appelle les « colocalitaires », Euronext en a une quarantaine.

p rès de 60% des transactions aux Etats-Unis

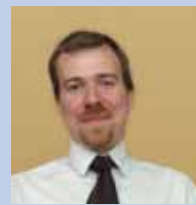
Le *trading* haute fréquence se développe si rapidement qu'il représenterait déjà, selon la même étude, près de 60% des transactions aux Etats-Unis et entre 30 et 35% en Europe. L'informatisation des marchés financiers a débuté dans les années 70. Depuis lors, les automates n'ont cessé de se perfectionner et de gagner en vitesse. Mais le progrès technologique n'explique pas à lui seul l'émergence

du *trading* haute fréquence et la place qu'il occupe aujourd'hui. « *En France comme aux Etats-Unis, les pouvoirs publics ont décidé d'ouvrir la négociation d'ordres à la concurrence, ce qui a multiplié les plateformes de négociation. Il était donc logique qu'émergent des acteurs arbitrants les différences de cours entre ces plateformes, ce d'autant plus que ça allait dans le sens de l'investisseur final au regard du principe de best execution. Et c'est ainsi qu'on a favorisé le développement du trading haute fréquence* » observe Michel Fleuriot, Professeur et co-directeur du Master Banque d'Investissement et de Marché à Paris-Dauphine. Certains acteurs considèrent que le THF est bénéfique pour le fonctionnement du marché. Outre sa contribution à l'augmentation de la liquidité et la réduction de la volatilité des prix, ils soulignent ainsi son intérêt en termes de diminution de l'écart entre les prix offerts à l'achat et à la vente et de cohérence des prix entre les différents systèmes de négociation, dans l'intérêt des investisseurs. Il n'en demeure pas moins que, pour d'autres, l'utilité du *trading* haute fréquence pose question. A quoi rime cette course à la vitesse ? Ne remet-elle pas en cause l'égalité des acteurs face aux marchés, dès lors que certains ont les équipements nécessaires pour le pratiquer et les autres non ? Ne faudrait-il pas surveiller tout cela d'un peu plus près ? Ces questions ont surgi avec une particulière acuité en mai 2010. Le 6 mai en effet, la bourse américaine est victime d'un *flash crash*. Elle perd 9% en quelques minutes avant de les regagner presque aussi rapidement. Des voix s'élèvent alors pour pointer la responsabilité du *trading* haute fréquence. Ce que confirmera quelques mois

plus tard un rapport d'enquête du régulateur américain : « *Ces robots fonctionnent comme ce qu'on appelle en peinture une mise en abîme. Si vous placez deux miroirs l'un en face de l'autre, ils se reflètent à l'infini. Le trading haute fréquence a le même effet amplificateur* » explique Michel Fleuriot.

r ester en phase avec l'économie

Le risque accru de *flash crash* est l'une des raisons pour lesquelles les régulateurs commencent à se pencher de près sur le phénomène, tant en Europe qu'aux Etats-Unis. Ce n'est pas la seule. Les régulateurs redoutent également que l'usage de ces ordinateurs soit détourné pour commettre des manipulations de cours. Ils avancent à l'appui de cette crainte le fait que le taux d'exécution des ordres est compris entre 1 et 5% seulement. Certes, l'annulation d'ordres n'est pas illégale en soi, mais elle constitue une technique classique de manipulation consistant à créer une illusion d'intérêt sur une valeur pour ensuite profiter de la variation de cours suscitée artificiellement. En pratique, cela pose de sérieux problèmes de surveillance aux régulateurs qui doivent s'équiper d'outils aussi performants que les acteurs qu'ils surveillent. Or, la détection d'une manipulation de ce type en *trading* basse fréquence est déjà une tâche titanesque. Dans une affaire récente, l'AMF a passé 6 mois à reconstituer le carnet d'ordres d'une seule valeur sur un an et demi. Et il ne s'agissait en l'espèce que d'un trader agissant pour son propre compte en basse fréquence. Certes, le régulateur peut en principe s'appuyer sur les entreprises de



CHARLES-ALBERT LEHALLE,
GLOBAL HEAD OF
QUANTITATIVE
RESEARCH, CA
CHEUVREUX

PRIMAIRE ACTION SG CIB

Faut-il s'inquiéter du développement du THF ?

A partir du moment où l'on crée une concurrence effective entre différentes plateformes de négociation, il est naturel de voir émerger une catégorie d'acteurs qui se spécialisent dans l'arbitrage entre les places. Le marché les rémunère pour le service consistant à intervenir lorsque le vendeur et l'acheteur ne se rencontrent pas. Dans l'idéal, cela devrait mener à une efficacité parfaite du marché. En pratique, le THF oblige les intermédiaires à faire de lourds investissements et donc alourdit les coûts ; il complique aussi la tâche de surveillance des marchés. Outre cet inconvénient, on peut aussi s'interroger sur l'égalité d'accès au marché. Aux Etats-Unis, on considère qu'il n'y a pas de rupture d'égalité dès lors que tout le monde est libre d'investir dans le THF. C'est exact, encore faut-il en avoir les moyens, or le coût pour le nouvel entrant est très élevé.

On dit que le THF favorise la liquidité, partagez-vous ce point de vue ?

Si l'on compare le marché espagnol où le THF est quasi-inexistant et la place de Londres où il est très pratiqué, on ne constate aucune différence en termes de volatilité. L'impact sur la liquidité est donc difficile à démontrer. Il est nécessaire que les régulateurs se penchent sérieusement sur le sujet et mettent en place des outils de régulation du THF. L'interdire n'aurait pas de sens, mais il ne faudrait pas non plus qu'il en vienne à constituer l'intégralité des transactions.

Quel est le meilleur outil de contrôle à votre avis ?

Nous avons beaucoup travaillé sur ce sujet et nous sommes arrivés à la conclusion qu'il fallait intervenir sur le pas de cotation. Les autres solutions, par exemple l'obligation de maintenir un ordre pendant une durée minimale, ne fonctionnent pas et en plus elles sont très faciles à contourner. Toutefois, il s'agit de bien penser la mise en place de cette régulation, car si on réduit trop le pas de cotation, on risque de perdre de la liquidité. Cela suppose donc un traitement différencié selon les valeurs et révisé régulièrement, par exemple tous les trimestres. Actuellement, il existe une centaine de valeurs ciblées par le THF qui mériteraient d'être observées de près.

marché qui possèdent leurs propres systèmes de surveillance des abus. Ainsi, NYSE-Euronext par exemple a déployé des outils informatiques de surveillance pour traquer les fraudeurs. Mais l'entreprise ne représente et donc ne contrôle que 70% des échanges. Les autres plateformes n'ont pas ces outils et n'effectuent pas ce reporting. « Les traders haute fréquence testent sans arrêt le marché, d'où le taux d'annulation important des ordres. Ce n'est pas un problème en soi, c'est leur langage. L'important est de mettre en place les outils de reporting nécessaires pour permettre aux régulateurs d'opérer une surveillance efficace » analyse Alfred Galichon, professeur d'économie à l'Ecole Polytechnique. Ce qui inquiète davantage ce spécialiste est ailleurs : « Il existe un risque réel de déconnexion de la finance avec la réalité économique, liée à un rapport différent au temps. L'économie ne fonctionne pas à la microseconde. Il faut espérer que les algorithmes intègrent les fondamentaux et soient en mesure d'en tenir compte ». Certains économistes sont encore plus méfiants. Ainsi, Bruno Biais, directeur de Recherche à la Toulouse School of Economics, s'interroge sur l'utilité sociale réelle du THF « La technologie THF permet de collecter et d'analyser l'information très rapidement. Les ordres des intervenants THF sont donc mieux informés et à l'avant-garde de la découverte des prix. Mais si accéder à l'information quelques fractions de seconde plus tôt permet de réaliser des profits individuels, cela n'a pas une grande utilité sociale. Cela peut même être coûteux si cela crée des asymétries d'information ou des incidents comme le flash-crash du 6 Mai 2010. Il est donc nécessaire de réfléchir à l'encadrement ou la régulation du THF ».

Surveillance européenne

Encadrer et surveiller le trading, c'est précisément ce que Bruxelles s'emploie à faire depuis quelques mois, dans le cadre de la révision de la directive sur les marchés d'instruments financiers (MIF). A l'AMAFI, cela fait longtemps que l'on réclame une étude approfondie du phénomène du trading haute fréquence afin de faire la part des choses entre les fantasmes traditionnellement liés aux nouvelles technologies et les vrais risques. En attendant de voir ce qui va sortir de la Commission européenne cet automne, l'ESMA, le nouveau régulateur boursier européen, consulte sur les mesures qui pourraient être prises pour mieux prendre en compte un environnement de plus en plus technologique. Certains plaident pour le maintien d'un ordre pendant une durée minimum. D'autres jugent qu'il serait plus judicieux d'intervenir sur le pas de cotation, autrement dit le nombre de chiffres après la virgule. Plus il y en a, et plus les traders haute fréquence trouvent des écarts fussent-ils infimes, sur lesquels opérer. En dehors de ces propositions de freins techniques, il est envisagé également de donner au régulateur le pouvoir d'intervenir sur la structuration des tarifs des ordres afin d'éviter que certaines plateformes n'encouragent le THF, ou bien encore de créer une taxe sur les transactions à très court terme. Le flash crash de mai 2010 a mis en exergue également la nécessité pour les régulateurs de concevoir des systèmes rapides et efficaces de coupe-circuit en cas de surchauffe du marché.

Olivia Dufour

PRINCIPES APPLICABLES AUX INFRASTRUCTURES DE MARCHÉS

Le Comité des systèmes de paiement et de règlement de la Banque des Règlements Internationaux et le Comité technique de l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (OICV ou IOSCO) ont mené avant l'été une consultation sur les principes à appliquer aux infrastructures de marchés financiers.

L'AMAFI, la FBF et l'AFTI ont conjointement fait valoir (AMAFI / 11-34) que, dans l'ensemble, ces principes étaient nécessaires, pertinents et de bonne qualité. Outre en effet que l'harmonisation des règles applicables aux infrastructures de marché est un élément essentiel de la sécurité des marchés financiers, il est important de bien clarifier le périmètre des activités exercées par les infrastructures en tant que telles.

En revanche, dans le détail, certaines propositions formulées ne sont pas complètement satisfaisantes et devraient être reconsidérées, comme par exemple la définition du rôle des dépositaires centraux, le pouvoir réglementaire accordé à des infrastructures souvent de nature commerciale ou encore la gestion des défauts par les chambres de compensation.

Emmanuel de Fournoux

■ CONSÉQUENCES DES ÉVOLUTIONS TECHNOLOGIQUES SUR LA RÉGULATION

Le Comité technique de l'OICV a interrogé l'industrie financière sur les conséquences des évolutions technologiques sur la régulation, et particulièrement en ce qui concerne les impacts induits par le développement du *trading* haute fréquence (THF) au cours de ces dernières années. Tout en rappelant qu'il reste à mener une véritable analyse scientifique de ces impacts, l'AMAFI a néanmoins soutenu un certain nombre des mesures proposées par l'OICV (AMAFI / 11-32), et notamment celle qui consiste à soumettre à agrément préalable toutes les entités réalisant du THF. Au regard des interrogations les plus fréquemment exprimées aujourd'hui, il est en effet important que celles qui ne respecteraient pas les règles destinées à assurer l'intégrité et le bon fonctionnement du marché puissent, le cas échéant, se voir retirer leur agrément.

L'AMAFI a également participé à cette consultation au travers d'ICSA (*International Council of Securities Associations*) qui a également apporté sa contribution à la réflexion (cf. *lettre ICSA du 12/08/2011*).

Emmanuel de Fournoux

■ LUTTE CONTRE LE BLANCHIMENT

Le GAFI, qui poursuit ses travaux pour la révision de ses standards en matière de lutte contre le blanchiment des capitaux et le financement du terrorisme, a lancé fin juin une consultation à destination notamment du secteur privé. Cette consultation porte sur certains points centraux abordés lors de la première phase de consultation qui s'était déroulée en octobre 2010, dont particulièrement l'application du principe de l'approche par les risques et les concepts de bénéficiaire effectif et de personnes politiquement exposées (cf. *Info AMAFI n° 98*). Comme précédemment (cf. *lettre ICSA du 07/01/2011*), l'AMAFI a participé à ces travaux via ICSA.

Parmi les observations formulées à cette occasion, il faut noter particulièrement :

- Le soutien apporté à la définition simplifiée désormais proposée de la notion de bénéficiaire effectif, à l'exemption d'identification prévue pour les sociétés cotées sur des marchés reconnus, ainsi qu'à l'initiative exigeant des Etats que les autorités en charge de la LAB/FT et celles en charge de la protection des données personnelles coopèrent plus étroitement.
- La réaffirmation de la nécessité d'un accès centralisé et simplifié aux données relatives aux bénéficiaires effectifs, soulignée à plusieurs reprises lors des nombreux échanges qui ont eu lieu avec le GAFI au cours des derniers mois.
- La demande réitérée que l'approche par les risques puisse s'appliquer à l'identification des bénéficiaires effectifs ainsi qu'aux personnes politiquement exposées. Cette consultation devrait être suivie l'année prochaine d'une discussion avec les représentants du secteur privé, discussion à laquelle ICSA ne manquera pas de participer.

Stéphanie Hubert

■ ICSA – ASSEMBLÉE GÉNÉRALE, 22-24 MAI 2011

L'*International Council of Securities Associations* (ICSA) a tenu sa 24^{ème} assemblée générale en mai dernier à Londres, accueillie par l'*Association for Financial Markets in Europe* - AFME. L'AMAFI y était représentée par Pierre de Lauzun, Délégué général et Véronique Donnadieu, Directeur des affaires européennes et internationales. A cette occasion, M. Kun Ho Hwang, représentant de l'association coréenne KOFIA, a été élu président de l'ICSA, tandis que l'association brésilienne, ANBIMA, était accueillie en tant que nouveau membre. Par ailleurs, comme chaque année, des interventions de personnalités de haut niveau (Paul Tucker, *Deputy Governor, Bank of England* ; Mark Hoban, *MP, Financial Secretary, HM Treasury* ...) et des tables rondes auxquelles participaient des personnalités du monde de l'industrie et des régulateurs ont été l'occasion de différents échanges sur les sujets d'actualité les plus importants.

Véronique Donnadieu

MIF ET ABUS DE MARCHÉ - PROJETS DE RÉVISION

La publication officielle par la Commission européenne de ses propositions de révision de la directive MIF est attendue d'ici début novembre au plus tard. Des projets de texte en ce sens ont toutefois commencé à circuler en septembre sous la forme d'un règlement et d'une directive :

- Le règlement traite un certain nombre d'aspects « marché » tels que la transparence des données de marché et les services de fourniture de ces données, la négociation obligatoire des dérivés sur des lieux d'exécution organisés ou encore l'activité spécifique de surveillance des instruments financiers et des positions sur dérivés.
- la directive précise les règles relatives à la fourniture de services d'investissement et à la conduite des affaires ainsi que les règles d'organisation des entreprises d'investissement et des lieux d'exécution (*trading venues*). Elle traite par ailleurs des pouvoirs des autorités compétentes, des sanctions et des règles applicables aux pays tiers.

Dans les mêmes conditions, un projet de règlement destiné à remplacer la directive abus de marché se trouve également en circulation.

De manière générale, ces trois projets reprennent un certain nombre d'axes mis en évidence au cours des consultations publiques menées pour leur préparation. Ainsi, on peut noter particulièrement :

- La mise en place d'un cadre de transparence pré et post-négociation élargi à l'ensemble des instruments financiers (au titre desquels sont assimilés les quotas carbone), avec des calibrages ultérieurs, opérés en fonction des instruments financiers. Rappelons que les règles aujourd'hui en place ne visent que les actions

admissibles à la négociation sur un marché réglementé.

- La mise en place d'une *consolidated tape* visant à améliorer la publication des données de marché, mais dont l'unicité n'est pas affirmée.
- La création parmi les *trading venues* d'une catégorie d'OTF – *Organised Trading Facility* – rassemblant les personnes qui mènent une activité de plateforme de négociation sans avoir la qualité de marché réglementé, système multilatéral de négociation ou internalisateur systématique.
- Le renforcement d'un certain nombre de règles liées aux problématiques de commercialisation.
- L'extension du dispositif abus de marché à l'ensemble des instruments financiers.

Ces textes permettent sans tarder de commencer l'examen et l'analyse du nouveau dispositif qui devrait être proposé, même si des évolutions sont bien sûr susceptibles encore de se produire s'agissant de projets intermédiaires.

La possibilité d'engager ce travail aussi en amont que possible est en effet importante compte tenu des nombreuses évolutions proposées et de la nécessité de mesurer aussi précisément que possible leurs conséquences. De ce point de vue d'ailleurs, la réflexion doit particulièrement prendre en compte la segmentation opérée entre les deux outils juridiques que sont une directive et un règlement ainsi que l'articulation des pouvoirs attribués aux autorités des Etats membres d'une part, à la nouvelle Autorité européenne des marchés financiers d'autre part. Des groupes thématiques ont donc commencé à se réunir.

Véronique Donnadieu

VENTES À DÉCOUVERT ET CDS SOUVERAINS

Le projet de règlement européen sur les ventes à découvert et les CDS souverains fait actuellement l'objet de difficiles négociations dans le cadre du trilogue institutionnel européen. Dans ce contexte, l'AMAFI a souligné une nouvelle fois (*AMAFI / 11-31*) les principaux points autour desquels doit être articulé le cadre européen pour atteindre efficacement les objectifs assignés, à savoir :

- Une définition des ventes à découvert sur titres financiers articulée autour d'une notion d'« assurance raisonnable » quant à la capacité de les livrer en bonne date permettant ainsi d'éviter un régime de dérogations nécessairement complexe et de maintenir une cohérence avec le dispositif mis en place aux Etats-Unis.
- Une harmonisation des procédures de rachats en tant qu'élément clef du dispositif pour permettre aux régulateurs de détecter et sanctionner les situations dans lesquelles une personne morale ou physique a vendu des titres sans avoir fait en sorte d'être en mesure de les livrer en bonne date.
- Une publication des positions courtes qui doit être établie sur une base agrégée et anonyme dans la mesure où une information nominative favorisera probablement les comportements « suiveurs » contreproductifs.
- La capacité pour les régulateurs européens de prendre des mesures d'interdiction temporaire quand les conditions de marché l'exigent.

Dans ce cadre, l'AMAFI a également rappelé ses fortes réserves sur des règles visant à introduire un marquage des ordres à découvert dans la mesure où l'information ainsi communiquée aux régulateurs restera nécessairement partielle sans éviter que des stratégies de contournement ne puissent être mises en œuvre.

Emmanuel de Fournoux

FRANCE

■ SONDAGES DE MARCHÉ

L'AMAFI, sous l'égide de son Comité Conformité, mène depuis plusieurs mois une réflexion de fond sur les problématiques induites par la pratique des sondages de marché et les solutions à mettre en place pour y répondre (cf. *Info AMAFI n° 97 et 99*). Dans ce contexte, et eu égard aux enjeux que cela constitue pour les opérations primaires notamment, l'AMAFI considère qu'une rénovation profonde du cadre d'exercice de la pratique des sondages de marché est nécessaire.

L'Association a élaboré en conséquence un cadre professionnel permettant de résoudre certaines difficultés rencontrées et d'harmoniser ou de coordonner les pratiques des intervenants. Elle a travaillé par ailleurs sur une modification de l'article 216-1 du RG AMF encadrant les sondages de marché afin d'assurer la cohérence d'ensemble du dispositif envisagé.

Sur la base de discussions d'orientation générale menées avec les services de l'AMF, des premières propositions viennent de leur être transmises. Les discussions vont se poursuivre au cours des prochaines semaines.

Stéphanie Hubert, Marie Thévenot

■ CONVENTION-TYPE AMAFI DE SERVICES

L'AMAFI a entrepris, via un groupe de travail dédié, une réécriture complète de sa convention-type de services. Dans un premier temps, il a été décidé de limiter l'objet de la convention aux deux services d'investissement les plus couramment fournis (la RTO et l'exécution d'ordres pour le compte de tiers) et pour ces deux services, de traiter la

relation contractuelle entre le PSI et le client non professionnel, puisque c'est à l'égard de ce type de client que les obligations professionnelles du PSI sont les plus contraignantes. Dans une phase ultérieure, un modèle de convention-type de services sera proposé pour les clients professionnels.

Ces travaux devraient aboutir au cours de l'hiver prochain. La nouvelle convention-type de services sera accompagnée, comme par le passé, d'une note d'observations devant aider son utilisateur dans les choix à opérer pour l'adapter à ses besoins.

Sylvie Dariosecq

■ OBLIGATIONS LIÉES AU STATUT D'ENTREPRISE D'INVESTISSEMENT

Depuis plusieurs années, l'AMAFI établit et actualise une note recensant et présentant sous une forme synthétique les principales obligations liées au statut d'entreprise d'investissement afin d'aider ses adhérents concernés à mieux appréhender celles qui s'imposent à eux.

Pour tenir compte des modifications intervenues depuis sa dernière mise à jour de 2010, une nouvelle version, qui prend en compte les textes en vigueur au 15 septembre 2011, vient d'être établie (*AMAFI / 11-36*). En particulier, cette nouvelle version contient désormais des précisions sur le cadre social collectif des entreprises d'investissement en raison de l'entrée en vigueur de la nouvelle convention collective des activités de marchés financiers (CCNM).

Sylvie Dariosecq, Marie Thévenot

■ MARCHÉ DES VALEURS MOYENNES

En juillet 2011, le Ministre de l'Economie des Finances et de l'Industrie a confié à M. Rameix, Médiateur du crédit, et M. Giami, Président de l'Observatoire du financement des entreprises par le marché, une mission sur l'accès des PME et ETI aux marchés boursiers.

L'AMAFI, qui attache une attention particulière à cette question depuis plusieurs mois, vient d'être auditionnée par la mission. A cette occasion, dans un contexte de forte dégradation de l'écosystème dans lequel interviennent les opérateurs actifs sur ce segment de marché, a été particulièrement souligné l'enjeu essentiel que constitue la très faible base d'investisseurs à long terme en France, surtout alors que des évolutions réglementaires comme *Solvency II*, sont de nature à renforcer encore cette tendance lourde.

Emmanuel de Fournoux



FISCALITÉ

■ LUTTE CONTRE L'ÉVASION FISCALE - DISPOSITIF FATCA

ICSA a mis en place un groupe de travail FATCA, auquel participe l'AMAFI, afin de coordonner les actions autour des problématiques d'application que soulève la loi américaine anti-évasion fiscale *Foreign Account Tax Compliance Act* – FATCA – (cf Info AMAFI n° 100).

Dans ce cadre, des démarches ont été entreprises auprès des autorités nationales et internationales pour souligner les coûts et les contraintes démesurées qu'induirait un tel dispositif pour les établissements financiers. ICSA a ainsi envoyé au début de l'été un courrier en ce sens aux pouvoirs publics américains ainsi qu'au Président du Conseil de la stabilité financière, M. Mario Draghi. En parallèle, il a été demandé au Trésor français, en charge du Secrétariat du G20, que ce sujet soit inscrit à l'ordre du jour du prochain G20 de novembre, les membres concernés d'ICSA ayant également saisi en ce sens leurs autorités nationales.

Véronique Donnadieu, Eric Vacher

DÉBAT

■ CONSÉQUENCES DE FATCA SUR L'INTERMÉDIATION FINANCIÈRE

L'AMAFI organise le 11 octobre prochain, en partenariat avec ERNST & YOUNG Société d'avocats, un petit déjeuner-débat sur les conséquences du dispositif américain FATCA pour l'intermédiation financière. Limité à un nombre restreint de participants, cette réunion a vocation à favoriser les échanges entre adhérents sur leurs projets de mise en œuvre de FATCA et les pistes de réflexion sur les solutions envisageables.

**Renseignements et inscriptions :
Sicile Rouillé – srouille@amafi.fr**

■ LA TAXE FINANCIÈRE À L'ORDRE DU JOUR DU G20 ET DE L'EUROPE

Le 17 août dernier, le Président Nicolas Sarkozy et la Chancelière Angela Merkel ont annoncé que la France et l'Allemagne déposeraient auprès des instances européennes une proposition commune de taxe sur les transactions financières (TTF).

La Commission européenne doit également publier très prochainement son étude d'impact sur la faisabilité d'une telle taxe vraisemblablement accompagnée d'une proposition de directive. De leur côté, les Parlements nationaux allemands et français et le Parlement Européen en ont déjà approuvé le principe, bien que le Royaume-Uni reste opposé à tout dispositif TTF qui ne serait pas international. La France a par ailleurs inscrit le sujet à l'ordre du jour du G20 des 3 et 4 novembre prochains même s'il semble peu probable qu'il puisse faire l'objet d'un consensus international à court terme.

L'AMAFI suit bien évidemment ce dossier de façon attentive. Comme elle a déjà pu le développer dans sa réponse à la consultation de la Commission européenne sur la fiscalité du secteur financier (AMAFI / 11-21), elle s'attache à souligner les inconvénients que présenterait une TTF, notamment en termes de distorsion de concurrence, de liquidité des marchés, de financement de l'économie, de rendement asymétrique et de difficultés d'affectation géographique des ressources correspondantes. En tout état de cause, conceptuellement, l'Association rappelle qu'un tel outil n'est envisageable qu'à l'échelle mondiale, sur l'assiette la plus large pour éviter les arbitrages géographiques ou entre produits.

En coordination avec la FBF, un groupe de travail a été mis en place sur ce sujet qui restera au centre de l'actualité au second semestre.

Eric Vacher

■ FISCALITÉ ET FINANCEMENT DES PME

Les conditions de financement des valeurs moyennes sont un enjeu économique stratégique sur lequel les pouvoirs publics ont affirmé à plusieurs reprises leur mobilisation. Au-delà de la redynamisation des marchés boursiers pour les PME et ETI, et malgré le contexte peu propice, la piste fiscale mérite d'être explorée, et notamment dans la perspective des chantiers qui devront être ouverts au cours des prochains mois. Afin d'élaborer des propositions, l'Association a constitué un groupe de travail réunissant les acteurs du secteur.

Eric Vacher

CONFÉRENCE

■ COMMENT REDYNAMISER LE FINANCEMENT DES PME ?

PME Finance et l'Institut Pro-Actions organisent le 6 octobre prochain sous le haut parrainage de Mme Valérie Pécresse, Ministre du Budget, porte-parole du gouvernement, une conférence avec le Groupe d'études sur les PME de l'Assemblée Nationale.

Outre la présentation des mesures du Projet de Loi de Finances pour 2012 ayant un impact sur les PME, l'objectif de cette conférence est d'analyser les conséquences de la crise sur les PME, de rechercher les moyens de redynamiser leur financement et d'évaluer les enjeux de 2012 pour les PME.

M. Eric Le Boulch (CM-CIC Securities) qui, au sein du Conseil, suit particulièrement le dossier Valeurs moyennes, y exprimera le point de vue de l'AMAFI.

**Renseignements et inscriptions :
Audrey Vallier
contact@pmefinance.org**

FISCALITÉ

■ RÉFORME DE LA FISCALITÉ DU PATRIMOINE

Adoptée cet été, la première Loi de Finances rectificative pour 2011 est essentiellement consacrée à la réforme de la fiscalité du patrimoine (AMAFI/11-33). Concentrée sur la réforme de l'ISF, la suppression du bouclier fiscal et le durcissement du régime des donations, elle n'affecte pas les dispositifs d'épargne en actions. En revanche, le deuxième collectif budgétaire examiné début septembre par le Parlement prévoit notamment le relèvement indifférencié des prélèvements sociaux sur les revenus du patrimoine et de l'épargne. C'est toutefois à l'occasion des débats budgétaires de fin d'année qu'il est prévu de réexaminer, et probablement d'aggraver une nouvelle fois, la fiscalité applicable aux valeurs mobilières.

Au regard de l'enjeu que représente le placement en actions à la fois pour les épargnants et les entreprises, l'AMAFI entend donc continuer à souligner la nécessité d'accorder à l'épargne longue en actions un traitement fiscal systématiquement plus favorable que celui adopté pour les autres produits d'épargne (AMAFI/10-57).

Eric Vacher

ACTIVITÉS

AMAFI

Chiffres clés du 01/09/2010 au 01/09/2011

27 réponses à des consultations publiées ou en cours

16 notes d'analyse / d'information

7 conférences et événements AMAFI

1 norme professionnelle

2 bonnes pratiques professionnelles

ZOOM AMAFI

NOUVEAUX ADHÉRENTS

■ **Mirabaud France SA**, entreprise d'investissement ayant pour activité la gestion sous mandat, la réception/transmission d'ordres, le conseil en investissement et la tenue de compte-conservation pour une clientèle privée. Ses dirigeants sont M. Raphaël Spahr (Directeur général) et Mme Cécile Troger-Beltran (Directeur général délégué).

■ **State Street Banque SA**, établissement de crédit ayant pour activité principale la conservation ou l'administration d'instruments financiers. Ses dirigeants sont M. Raphaël Remond (Directeur général) et M. Alain Diaz (Directeur général délégué).

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

■ Les documents cités dans cette lettre sont disponibles sur le site 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
- **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
- **Bertrand de Saint Mars**
01 53 83 00 92 - bdesaintmars@amafi.fr
- **Marie Thévenot**
01 53 83 00 76 - mthevenot@amafi.fr
- **Eric Vacher**
01 53 83 00 82 - evacher@amafi.fr

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