

EDITO *Sous la pression de la réalité, l'approche en matière de régulation de marché s'infléchit. Alors que la vision punitive avait prévalu depuis 2008, la nécessité de favoriser le bon fonctionnement des marchés tend à s'imposer désormais. C'est à cette condition, comme l'AMAFI le souligne depuis longtemps maintenant, que l'économie pourra trouver les sources de financement nécessaires à son redémarrage, et générer ainsi la croissance dont l'Europe a besoin.*

Au plan européen, l'initiative « Construire l'Union des marchés de capitaux » de la Commission européenne marque un tournant en ce sens. La contribution que vient de produire l'Association, développée dans ces pages, appuie d'ailleurs fortement cette initiative. Au plan national, la récente tribune du Ministre de l'économie, appelant à « retrouver l'esprit industriel du capitalisme », participe du même constat. Inciter nos compatriotes à investir dans les entreprises françaises, remobiliser les investisseurs institutionnels pour financer l'économie et favoriser une vision à long terme, constituent des objectifs impérieux.

Mais une menace continue de planer : celle du projet européen de taxe sur les transactions financières. Revenir sur ce sujet n'est pas l'antienne obligée des acteurs de marché comme beaucoup le croient. Le fait est que ce projet constitue un danger mortel pour la Place de Paris et sa capacité à jouer efficacement son rôle au service du financement de l'économie et de l'allocation de l'épargne. L'enjeu est celui de la part de souveraineté que nous voulons conserver sur des activités dont le caractère central s'affirme chaque jour un peu plus. Rien de moins.

Pierre de Lauzun
Délégué général de l'AMAFI

SOMMAIRE

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

DOSSIER

CROWDFUNDING, L'ÂGE DE RAISON ?



Et si la coqueluche des réseaux sociaux, le financement participatif, était en train de rentrer dans le rang ? Réglementation, professionnalisation, portrait d'une finance alternative qui a le vent en poupe.

CROWDFUNDING, L'ÂGE DE RAISON ?

Littéralement, *crowdfunding* se traduit par « financement par la foule », mais l'expression usitée en France est plus chic : financement participatif. Popularisé par Internet, ce type de financement n'a pas attendu la toile pour émerger. Certains font remonter sa naissance au 18^{ème} siècle où il aurait été inventé par les associations de charité. D'autres estiment qu'il est aussi ancien que la finance. « *La notion de crowdfunding remonte au milieu des années 2 000, mais l'activité en tant que telle a toujours existé sous forme de don ou d'investissement. C'est notamment le mode de fonctionnement du caritatif et par exemple du Téléthon* » rappelle Dominique Stucki, associé du cabinet Virgile Avocats et auteur de « Financer une entreprise par le crowdfunding » (Eyrolles & RB Editions 2014).

Et il est vrai que faire appel au plus grand nombre pour financer un projet n'apparaît pas révolutionnaire. Simplement, ce type de financement désintermédié s'est particulièrement bien accommodé de la philosophie d'Internet qui s'inscrit en rupture avec les modèles traditionnels et a profité en outre de la capacité illimitée de mobilisation liée à l'outil. C'est ainsi que l'un des acteurs français emblématiques *kissKissbankBank* créé à la fin des années 90 affiche aujourd'hui 30 millions d'euros de collecte pour 14 000 projets. Ce qui au départ était le financement de ceux qui ne trouvaient pas de financement, notamment des artistes souhaitant produire leur disque, connaît un développement exponentiel. Le *crowdfunding* quitte le terrain anecdotique pour devenir un vrai mode de financement de l'économie.



Une collecte de 16,2 milliards de dollars en 2014

En 2014, le financement participatif a représenté une collecte de 16,2 milliards de dollars dans le monde, contre 6 milliards en 2013 et 2,7 milliards en 2012. Les estimations pour 2015 tablent sur 34,4 milliards de dollars de collecte, dont 17 milliards aux Etats-Unis (contre 9,5 l'an dernier), 10,5 milliards en Asie (3,4 en 2014) et 6,5 milliards en Europe, soit un doublement par rapport à l'an passé. En France, le *crowdfunding* connaît une croissance équivalente, passant de 78,3 millions d'euros en 2013 à 152 millions en 2014. On compte aujourd'hui plusieurs centaines de plateformes à travers le monde, dont une vient d'entrer en bourse, *Lending Club*, la plateforme du français Renaud Laplanche, cotée au Nasdaq en décembre 2014 qui a levé 850 millions de dollars sur les marchés. Créée en 2006 à San Francisco, c'est la première plateforme de prêts entre particuliers. Elle témoigne d'une des évolutions du *crowdfunding*, en passe de devenir une véritable finance alternative qui déborde de sa vocation initiale sur la toile, à savoir rassembler une poignée d'utopistes en marge du système désireux de financer un projet qui ne trouvait pas ou ne voulait pas de solutions classiques. Une finance alternative qui, de plus, offre aujourd'hui une rémunération attractive aux prêteurs. En réalité, le *crowdfunding* recouvre un grand nombre de modes de financements différents. « *On peut distinguer trois catégories de crowdfunding*, observe Dominique Stucki. *Le don avec ou sans contrepartie. Le prêt qui est une mise à disposition de capital*

avec l'attente d'un retour du capital assorti d'intérêts ou non. Et le crowdfunding qui offre la possibilité d'un investissement en capital ou en obligations ».

Face à l'engouement pour ce nouveau mode de financement, de nombreuses plateformes se sont créées ces derniers temps. Au point que le gouvernement a jugé nécessaire d'intervenir pour encadrer cette activité. Qui dit appel au financement dit forcément risque divers et variés, sans compter le fait qu'il fallait assurer la cohérence par rapport aux monopoles bancaires et des services d'investissement. Il fallait donc sécuriser l'activité et protéger les investisseurs. C'est l'objectif de l'ordonnance du 30 mai 2014. Permettre au plus grand nombre de lancer une plateforme ou de participer d'une manière ou d'une autre à un financement de projet tout en organisant un minimum l'activité. « *Afin que des particuliers puissent prêter à des entreprises, ce qui relève en principe du monopole bancaire, il a fallu modifier la loi. De même, s'agissant du financement en titres de capital ou en obligations, il était nécessaire d'adapter les textes actuels relatifs à l'offre au public de titres financiers et notamment de créer une nouvelle dispense de prospectus* » souligne Dominique Stucki. « *L'ordonnance a créé par ailleurs deux statuts, celui assez souple d'intermédiaire en financement participatif pour le don et le prêt et celui, plus exigeant, de conseil en investissements participatifs pour les titres de capital et obligations. Au final, notre cabinet conseille une trentaine de clients en attente d'agrément qui choisissent de plus en plus souvent un statut encore plus exigeant, celui de PSI* ».

Un accélérateur de croissance

Et pour cause ! Le premier acteur français homologué a passé 23 mois à travailler avec l'AMF et l'ACPR pour obtenir son agrément. Il s'agit d'Eos Venture, agréée le 31 mars en qualité de PSI et qui a ouvert sa plateforme, *Letitseed*, avec deux premières sociétés. « *Quitte à lancer une activité nouvelle et à solliciter un agrément, autant obtenir un statut qui ne nous limite pas dans nos activités ni notre développement* » explique Nicolas Charlet, directeur général. Eos Venture propose un financement exclusivement en titres de capital. « *Nous étudions les entreprises, nous nous rendons sur place, examinons les comptes, le produit, leur positionnement et si nous sommes convaincus, nous les proposons au public*, explique Stéphane Lubiartz, ingénieur de formation et président fondateur d'Eos Venture. « *L'idée est d'être un accélérateur de croissance, nous ne faisons pas de création d'entreprise, nous intervenons en partenariat avec les banques pour augmenter les fonds propres et donc la capacité d'emprunt des entreprises* ».

Pour l'investisseur le ticket d'entrée est de 50 euros et *Eos Venture* ne lui coûte rien car c'est la société en quête de financement qui supporte le coût de l'opération. « *D'ici la fin de l'année, nous espérons proposer 20 entreprises. Tout en prévenant les particuliers que ce sont des investissements risqués et qui s'inscrivent dans une durée de 3 à 5 ans, nous recommandons à ceux qui sont intéressés par cet investissement*

de constituer un vrai portefeuille de PME non cotées comme ils le feraient avec des groupes cotés » explique Stéphane Lubiartz. A l'occasion de l'agrément d'EOS Venture, un communiqué de Bercy précise que, dans le cadre de la nouvelle réglementation, les sociétés agréées PSI peuvent intervenir dans toute l'Europe, effectuer des levées de fonds supérieures à un million d'euros et proposer des titres sur le marché secondaire.

En réglementant le *crowdfunding*, la France a pris de l'avance. L'Europe de son côté y songe et a consulté sur le sujet à l'occasion des travaux relatifs à l'Union des marchés de capitaux (UMC). Evidemment, cela soulève la sempiternelle question du financement des entreprises et en particulier des PME sur fond de contraction de la capacité des banques à accorder des crédits. Le *crowdfunding* est une réponse de plus aux besoins de financement qui ne peut être pensé que dans un cadre global. Ainsi, dans sa réponse à Bruxelles, l'AMAFI attire l'attention sur le fait qu'en l'état, le cadre européen de financement des entreprises est comparable à un escalier dont la première marche - le *crowdfunding* - est probablement trop basse en termes de niveau d'exigences par rapport à la volonté de protection des investisseurs qui anime traditionnellement les pouvoirs publics, tandis qu'à l'inverse la dernière constituée par l'accès au marché est trop élevée. C'est donc tout l'escalier du financement que le projet d'UMC invite à repenser !

Olivia Dufour



HUBERT DE VAUPLANE,
AVOCAT ASSOCIÉ CHEZ
KRAMER LEVINE

Que pensez-vous du cadre réglementaire dont la France vient de se doter ?

La création des statuts d'intermédiaire en financement participatif et de conseil en investissements participatifs a été guidée par la volonté du gouvernement de démocratiser le *crowdfunding* tant au niveau de la création des plateformes que de la possibilité pour les internautes d'intervenir via ces plateformes. Avec l'expérience, on s'aperçoit que pour monter un projet sérieux de plateforme, il faut investir entre 800 000 et 1,5 million d'euros. Quitte à investir une telle somme, certains acteurs préfèrent opter pour le statut de PSI. C'est le plus lourd en termes d'obligations réglementaires, mais c'est aussi le statut qui autorise la plus large palette d'activités sur les plateformes. D'une manière générale, on observe d'ailleurs que le marché se professionnalise. Faire appel à la générosité publique sur un site internet avec un cadre réglementaire souple, cela convient pour des petits projets mais dès lors qu'il s'agit de financer l'économie, alors on retombe sur les traditionnelles contraintes légales destinées à sécuriser le système.

Qu'est ce qui intéresse les professionnels de la finance dans ce mode de financement qui s'est construit sans eux ?

Il me semble que les acteurs de la finance participative ont compris que les banques ne peuvent pas tout financer compte-tenu de leurs contraintes réglementaires et adoptent une démarche disruptive vis-à-vis de ces banques, selon un mode de fonctionnement horizontal et non plus vertical. Aux Etats-Unis, à l'heure actuelle, la plupart des *start-ups* se financent via des plateformes de *crowdfunding*. On voit aussi émerger des plateformes de prêts entre particuliers. Dès lors, on quitte le *crowdfunding* traditionnel pour le terrain de l'*Alternative finance*, c'est-à-dire des plateformes créés et gérées par des anciens banquiers ou financiers. Pour différencier les plateformes et déterminer celles qui sont dans une logique post-capitaliste inspirée de la pensée de l'américain Jeremy Rifkin et celles qui sont pilotées par des financiers, un des critères simple consiste à regarder les investisseurs actifs sur ces plateformes : s'il s'agit de particuliers, c'est plus proche de la finance participative, dans le cas contraire, c'est-à-dire des investisseurs fonds d'investissement, assureurs, voire des banques, on se rapproche plus de la finance de marché ! De là à penser que l'utopie internet est en train d'être dévorée par la finance...

Faut-il souhaiter une réglementation européenne ?

L'expérience française montre que pour faire du financement il faut passer par un statut de PSI. Pour le reste, rien n'interdit de monter une plateforme dédiée aux petits projets. Il n'est donc pas utile de compliquer davantage l'encadrement des activités financières en créant au niveau européen un dispositif dédié au *crowdfunding* ; tout au plus conviendrait-il de supprimer dans les textes européens existants les quelques obstacles au développement de cette pratique.

■ ASSEMBLÉE GÉNÉRALE ICSA, BOMBAY, 15 -17 AVRIL 2015

La 28^{ème} Assemblée générale annuelle d'ICSA, *International Council of Securities Associations*, était accueillie à Bombay (Mumbai), par l'association indienne BSE Brokers' Forum, du 15 au 17 avril dernier.

Comme chaque année, l'Assemblée était scindée en deux parties : une session privée réservée aux seuls membres d'ICSA, et une conférence à laquelle étaient invitées des personnalités extérieures du monde financier, représentant tout

particulièrement cette année la zone asiatique. Parmi les thématiques abordées, on notera le bilan de la mise en œuvre des engagements du G-20, les derniers développements sur les marchés des capitaux asiatiques et un regard sur l'apport économique des places financières compétitives à leur économie. L'Assemblée générale a par ailleurs approuvé, dans le cadre de la réorganisation d'ICSA, l'acquisition par cette dernière de la personnalité juridique. Une démarche engagée il y a un an à Paris, à l'occasion de la 27^{ème} Assemblée générale.

Véronique Donnadieu

EUROPE

■ PROSPECTUS

Dans le cadre de l'Union des Marchés de Capitaux (UMC), la Commission Européenne a lancé une consultation sur la directive Prospectus en vue d'identifier et de supprimer les freins existants à la levée de capitaux par les entreprises, tout en garantissant une protection efficace des investisseurs. La situation des PME a été particulièrement considérée, notamment en ce qui concerne la nécessité de mettre en place un régime sur mesure pour les sociétés cotées sur les « *markets de croissance des PME* » (« *SME growth markets* »), un type de système multilatéral de négociation institué par la directive MIF.

L'AMAFI, dont la réponse a été élaborée par un groupe constitué de représentants des différentes activités concernées (*equity*, dette, produits structurés, valeurs moyennes), s'est prononcée de façon générale en faveur de divers allègements : pas de prospectus ou un prospectus allégé pour les émissions secondaires, un contrôle *a posteriori* inspiré du système américain du WKSI pour les émetteurs réguliers sous certaines conditions, une extension de l'incorporation par référence, un abaissement à 50.000 € du seuil actuel d'exemption de 100.000 € (AMAFI / 15-27).

En ce qui concerne les PME, l'AMAFI a défendu avec force une double idée. D'une part, que tout régime particulier et allégé devrait concerner toute société dont la capitalisation peut aller jusqu'à 1 Md€, élevant en cela de façon significative la définition proposée par la Commission. D'autre part, que ce régime devrait s'appliquer

quel que soit le lieu de cotation (marché réglementé ou système multilatéral de négociation) ou même en l'absence de cotation, en cas d'offre au public. Elle s'est fermement opposée à cet égard à ce qui semble être la volonté de la Commission, au demeurant contraire à l'objectif d'allègement affiché, d'étendre l'obligation d'établir un prospectus à l'admission de titres sur un marché non réglementé. Sur le contenu du régime allégé, l'AMAFI estime qu'une réflexion avec les investisseurs est indispensable : leurs attentes sont déterminantes pour définir ce qui est possible. Enfin, l'AMAFI s'est prononcée en faveur de l'harmonisation de certaines règles et de la suppression de la faculté laissée aux Etats membres d'y déroger. Cela concerne particulièrement le seuil de 5 M€ pour l'établissement d'un prospectus au sujet duquel elle a également préconisé une modification de son mode de calcul pour prendre désormais en compte le montant effectivement souscrit et non simplement offert sur chaque période de 12 mois. L'Association a également souhaité davantage de convergence dans la mise en œuvre par les régulateurs nationaux des règles européennes et la fin des demandes additionnelles dont les entreprises, notamment de taille moyenne, font l'objet de la part de leur régulateur. Courant mai, ces éléments ont par ailleurs été repris et développés au cours d'une réunion avec les services de la Commission en charge de ces aspects.

Sylvie Dariosecq, Julien Perrier

EUROPE

■ TITRISATION

Toujours dans le cadre UMC, la Commission Européenne a également lancé une consultation sur un cadre européen pour une titrisation de haute qualité. Contrairement à la situation observée aux Etats Unis, le marché de la titrisation est resté relativement atone depuis la crise financière de 2007-2008. L'objectif est donc, en instaurant des normes ambitieuses de qualité, de redonner confiance aux investisseurs. L'AMAFI soutient totalement cette initiative. Parce qu'il est essentiel de soulager les bilans des banques pour leur permettre de dispenser de nouveaux crédits à l'économie, il faut accrédi-ter l'idée qu'une bonne titrisation existe, et en donner la définition (AMAFI / 15-29).

Il s'agit en premier lieu de déterminer les classes d'actifs dont la titrisation serait éligible au label de haute qualité. Assez naturellement les crédits immobiliers ou les crédits aux grandes entreprises seraient à placer dans cette catégorie. Il convient aussi de mettre en place des critères qui, tout en étant suffisamment harmonisés au niveau européen, tiennent compte des environnements réglementaires des marchés sous-jacents, encore hétérogènes en Europe. L'une des difficultés à résoudre est donc de créer un label commun de qualité pour des produits qui ne sont pas identiques.

Par ailleurs, le traitement prudentiel constitue un enjeu important. Les règles européennes actuelles, fixées en réaction à la crise, sont particulièrement pénalisantes pour la titrisation. A tout le moins les titrisations bénéficiant du label de qualité devraient se voir reconnaître un traitement prudentiel plus favorable.

Enfin, la question d'une garantie publique doit être posée. Aux Etats Unis, près de 80% des titrisations bénéficient d'une garantie publique aux travers d'entités sponsorisées par le gouvernement américain comme Fannie Mae ou Freddy Mac.

Emmanuel de Fournoux

UNION DES MARCHÉS DE CAPITAUX (UMC)

En février dernier, la Commission européenne a publié son Livre vert « *Construire l'Union des marchés de capitaux* ». L'initiative est centrale au moment où l'impératif de croissance auquel fait face l'Europe impose de rendre plus fluide l'accès des entreprises, et particulièrement des PME et des ETI, aux marchés de capitaux afin qu'elles puissent y lever les financements nécessaires à leur développement. L'Association a apporté sa contribution à cette initiative sur la base des réflexions qu'elle a engagées sur ce sujet depuis plusieurs mois (AMAF / 15-28). Elle a par ailleurs répondu aux deux consultations lancées en parallèle, l'une relative à la révision de la directive Prospectus, l'autre à la définition d'un cadre européen pour la titrisation (cf. *News ci-contre*).

Parmi les éléments soulignés par l'AMAFI à cette occasion, plusieurs principes et propositions doivent être particulièrement relevés :

■ **Améliorer les écosystèmes de marché locaux** pour qu'ils soient le plus efficace possible. Si le marché européen est déjà largement intégré pour les marchés professionnels et les grandes capitalisations, il l'est beaucoup plus faiblement pour les marchés de détail et les émetteurs de plus petite taille qui, en pratique, ont essentiellement accès à une épargne de proximité. Le maintien et le développement de places financières régionales ou locales, au plus près des investisseurs et émetteurs locaux, constituent ainsi un enjeu premier. Il ne faudrait donc pas qu'en poursuivant une harmonisation de principe, l'Europe mette à mal des écosystèmes nationaux de marché qui fonctionnent.

■ **Faciliter la migration** d'un système historiquement fondé sur la distribution de crédit et la prise de risques quasi exclusive par les banques, vers un système mieux adapté à la génération de capital et à la redistribution des risques entre les différents intervenants du système financier. Pour cela, il faut avancer dans plusieurs domaines en :

- Définissant au niveau européen les normes d'une titrisation saine et les outils facilitant son développement sur large échelle ;
- Facilitant l'accès au marché des émetteurs petits et moyens au travers d'un texte qui leur soit dédié ;
- Réfléchissant aux moyens de donner aux fonds propres et au marché des actions la priorité absolue qui doit être la leur, y compris dans une dimension fiscale ;
- Créant un régime de fonds de pension européen, additionnel à ceux existants, avec une

clause de bénéfice du traitement fiscal le plus avantageux localement disponible pour un produit de retraite ;

- Harmonisant et clarifiant la gamme des financements de taux disponibles sur le marché.

■ **Développer un continuum de financement** en mesure de répondre aux besoins des valeurs moyennes en :

- Vérifiant l'adéquation des exigences pesant sur les différentes catégories d'acteurs du marché des grandes capitalisations, notamment en termes de protection de la clientèle ;
- Créant un cadre distinct pour le financement des PME et ETI ;
- Clarifiant le statut des émissions intermédiaires entre le financement participatif d'un côté, les obligations classiques de l'autre (placement privé, billets de trésorerie, bons de caisse etc.) ;
- Donnant un cadre européen sécurisé juridiquement aux acteurs du financement participatif.

■ **Veiller à l'efficacité des marchés** en préservant la liquidité secondaire. Comme le constatent la BRI, la BCE et le FMI, on assiste à une réduction préoccupante de la liquidité disponible. Cet effet, résultat des mesures prudentielles et comptables déjà prises, risque de se voir amplifié par différents projets : taxe sur les transactions financières, réforme de la structure bancaire, mesures d'accompagnement MIF 2 (paiement de la recherche, transparence des marchés non actions,...).

■ **Assurer la cohérence d'ensemble de la démarche UMC** avec les autres actions entreprises par l'Europe. Il faut mettre en œuvre une évaluation d'impact croisé des principales réglementations adoptées ou en cours d'adoption sur le fonctionnement des marchés au regard des objectifs économiques de croissance, d'emploi et de compétitivité. L'adaptation des éléments qui se révéleraient contradictoires avec l'UMC, devrait alors en découler.

■ **Adapter la méthode normative européenne** en :

- Veillant à ce que chaque texte européen forme un ensemble cohérent, mais aussi simple que possible ;
- Garantissant l'homogénéité transversale des notions utilisées dans différents textes tel que le concept de tenue de marché ;
- Assurant que les sujets politiques soient effectivement tranchés au niveau 1 du processus normatif européen ;
- Introduisant une plus grande flexibilité dans la mise en œuvre de la réglementation européenne qui permette ainsi la réactivité et l'adaptabilité de la norme européenne en matière de marché ;
- Améliorant le dialogue avec les professionnels.

En outre, s'agissant spécifiquement de l'AEMF (ou ESMA), une priorité forte doit être donnée à la convergence des pratiques de supervision des autorités nationales (à législation identique) et à la mise en commun de moyens. L'adjonction de nouvelles compétences comme cela est parfois envisagé n'est en revanche pas opportune à ce stade.

Véronique Donnadiou

EUROPE

■ MIF 2

Après avoir répondu au document de consultation de l'AEMF le 2 mars dernier (AMAFI / 15-17), l'AMAFI a continué à faire valoir ses positions sur les projets de mesures de niveau 2 auprès des autorités européennes et françaises.

La question de la rémunération de l'analyse financière a focalisé une grande partie de ses efforts. L'Association a ainsi transmis à la Commission européenne et aux députés européens une contre-proposition argumentée permettant de continuer à utiliser les commissions de courtage partagées (CCP ou CSA en anglais) et offrant une dérogation aux petites sociétés de gestion (*safe harbour*). Les avancées de la Commission par rapport aux propositions très contestées de l'AEMF restent à ce stade très insuffisantes. L'AMAFI continue donc son travail de sensibilisation.

Autres sujets d'inquiétude : la définition du *Trading* Haute Fréquence et la transparence sur les marchés non-actions. A cet effet, des rencontres avec plusieurs députés européens, ainsi qu'avec le cabinet du Commissaire Hill, ont été organisées et des démarches ont été menées conjointement avec les associations partenaires d'autres pays européens.

Par ailleurs, l'AMAFI est en contact régulier avec le Trésor et l'AMF en amont des réunions du Groupe d'experts réunissant les Etats membres et la Commission pour discuter les projets d'actes délégués dont la publication officielle doit avoir lieu en janvier 2016 sous la forme d'une directive et d'un règlement. Enfin, dans l'optique notamment de la phase de transposition et de mise en œuvre par les autorités nationales (niveau 3), l'Association entame des réflexions. En ce qui concerne les aspects analyse financière en premier lieu compte tenu des enjeux en cause. Mais aussi sur plusieurs points des textes de niveau 1 et 2 qui posent des problèmes d'interprétation ou laissent ouvertes des options nationales.

**Emmanuel de Fournoux,
Victor Maurin**

FRANCE

■ NOTION DE LIQUIDITÉ

Les tensions sur les marchés secondaires obligataires enregistrées ces derniers mois font craindre à différentes institutions supranationales et observateurs un risque d'assèchement de la liquidité sur ces marchés. Dans ce contexte, il semble essentiel d'apporter un éclairage sur ce que recouvre la notion de liquidité, et ce, d'autant plus que plusieurs définitions coexistent dans les différentes normes adoptées ou en passe d'être adoptées. Il est particulièrement important que ces réglementations, édictées pour prévenir une nouvelle crise, ne puissent avoir pour effet paradoxal de fragiliser certains marchés.

Aussi, le Comité Structure de marché a-t-il décidé d'engager une réflexion sur le sujet.

**Emmanuel de Fournoux,
Victor Maurin**

■ MANDAT DE GESTION PROGRAMMÉE

Aux termes d'un travail approfondi du Groupe constitué pour examiner les difficultés opérationnelles rencontrées dans la mise en œuvre de ces mandats (cf. lettre d'info n°119), l'AMAFI a adressé à l'AMF une note qui présente les difficultés identifiées et avance des propositions pour y remédier, dont celle d'établir un contrat-type (AMAFI / 15-23).

Sylvie Dariosecq, Julien Perrier

■ PROTECTION DE LA CLIENTÈLE

Les services de l'ACPR ont entrepris des travaux pour faire évoluer le questionnaire sur le respect des règles de protection de la clientèle que les établissements financiers doivent remettre annuellement à l'Autorité, en vertu de son Instruction n° 2012-I-07. L'objectif est de supprimer les questions devenues obsolètes, mais également de modifier la philosophie générale du questionnaire. Ainsi, l'ACPR entend recueillir des données chiffrées, afin d'appréhender les tendances commerciales et les pratiques des établissements.

Après une première réunion d'échange organisée le 2 avril dernier avec des représentants des principales associations professionnelles concernées, les services de l'ACPR ont mis en consultation une nouvelle version du questionnaire.

Dans ce cadre, l'Association a tout particulièrement insisté sur la nécessité que le champ des questions auxquelles sont tenues de répondre les succursales en France d'établissements de crédit européens soit mis en conformité avec leurs obligations. Elle a également souhaité que des précisions soient apportées concernant l'obligation de répondre à l'intégralité du questionnaire pour les établissements de crédit qui ont exclusivement comme clients des entités régulées ou des sociétés de taille importante, ayant la qualité de « clients professionnels » au sens de la directive MIF, une telle exigence n'apparaissant pas conforme à l'esprit de ce document qui est orienté vers les activités de banque de détail (AMAFI / 15-32).

Stéphanie Hubert, Julien Perrier

■ JOURNÉE DE FORMATION À LA CONFORMITÉ

Comme chaque année depuis 5 ans, les étudiants du Master II de Toulouse en banque, assurance, finance ont participé à une journée de formation à la fonction conformité organisée par l'AMAFI fin mars.

Cette journée, qui permet de sensibiliser les étudiants à une fonction qu'ils exerceront peut-être ou avec laquelle ils sont susceptibles de travailler étroitement dans le futur, a été animée par des responsables de la conformité qui ont partagé leur enthousiasme pour le métier : Fabienne Larroque (BNPP), Cécile Marcelle (RBS) et Roland de la Tullaye (Raymond James International). Julien Perrier et Stéphanie Hubert ont également présenté aux étudiants les fondements et la raison d'être de la fonction conformité.

Stéphanie Hubert et Julien Perrier

■ FORMATION RCSI

A l'occasion de la dernière session de formation des RCSI organisée par l'AMF, des membres du Comité Conformité de l'AMAFI ont animé un atelier d'une demi-journée pour présenter des cas pratiques illustrant des situations typiques rencontrées par les personnels de cette fonction.

Cette action de l'Association, qui a vocation à se poursuivre lors des futures sessions de formation de l'AMF, a pour objectif de favoriser les échanges entre les apprenants et les professionnels, à partir de problématiques concrètes. En s'associant à la formation des futurs responsables de la conformité et de leurs équipes, l'Association entend ainsi participer au développement d'une culture forte de la conformité et à la professionnalisation du métier de conformité.

Stéphanie Hubert, Julien Perrier

■ CRÉATION D'UN GROUPE CONTROL ROOM

Afin de répondre aux demandes des adhérents de l'Association, le Comité Conformité a créé un nouveau groupe de travail dédié aux problématiques opérationnelles relevant de la *Control room*. Ce Groupe a notamment vocation à traiter des questions relatives à la gestion des listes d'initiés et des conflits d'intérêts, ainsi qu'aux transactions personnelles.

Lors de la première réunion, les discussions ont porté notamment sur le traitement des initiés permanents et la clôture des listes d'initiés.

Julien Perrier

■ AUGMENTATION DE CAPITAL SANS DPS

Le Comité Opérations Financières de l'AMAFI, dans le cadre de ses échanges réguliers avec la direction des émetteurs de l'AMF, a porté à son attention les difficultés engendrées par une position de 2005 de l'Autorité. Cette position, qui porte sur les modalités de fixation du prix d'émission des augmentations de capital sans DPS, constitue un frein majeur à la réalisation de ces opérations en France.

Une note du Comité est en cours d'élaboration à ce sujet et devrait être adressée prochainement tant à l'AMF qu'à la direction du Trésor. Cette note dresse d'abord un constat chiffré qui fait apparaître le très petit nombre d'augmentations de capital sans DPS réalisées en France par rapport au nombre important d'opérations de même nature réalisées au sein de l'Union européenne depuis 10 ans. Elle analyse ensuite les raisons de cette situation et propose des solutions pour y remédier, solutions qui, outre l'abandon de la position AMF précitée, incluent la modification d'un texte de nature réglementaire. L'AMAFI estime qu'au moment où la nécessité de favoriser le financement des entreprises par les marchés est reconnue de toutes parts et où la volonté est affirmée de lever les freins existants à l'attractivité de la Place de Paris, il y a urgence à réexaminer le régime des augmentations de capital sans DPS.

Sylvie Darioseccq

■ TTFE ET TENUE DE MARCHÉ

L'AMAFI, conjointement avec ses homologues en Allemagne, Espagne, Italie et Suède, a envoyé aux ministres de la coopération renforcée un courrier relatif au projet de taxe sur les transactions financières (TTFE) et à la tenue de marché. Sur la base du document élaboré par l'Association qui décrit les caractéristiques de la tenue de marché (*AMAFI / 15-03*), ce courrier souligne que le projet de TTFE, tel que conçu aujourd'hui avec un champ large incluant notamment les activités de tenue de marché, est susceptible de porter un grave préjudice au bon financement des Etats et des entreprises, comme à la couverture des risques supportés par les agents économiques et les investisseurs.

Véronique Donnadieu, Eric Vacher

CONFÉRENCE

ACTUALITÉ FISCALE,
21 MAI 2015

L'AMAFI a organisé le 21 mai dernier une conférence sur l'actualité fiscale du secteur financier, en partenariat avec le cabinet FIDAL.

L'événement, qui a rassemblé plus de 110 participants, a été l'occasion de faire le point sur l'actualité du contrôle fiscal, du contentieux et de la jurisprudence dans le secteur financier afin de permettre aux participants de mieux gérer, en amont, le risque fiscal dans leur entreprise. Au programme, plus d'une vingtaine de problématiques ont été exposées autour de quatre grands thèmes : l'impôt sur les sociétés, les prix de transfert, la TVA et divers sujets internationaux.

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

Eric Vacher

SOCIAL

■ MATINÉE D'INFORMATION « RÉFORME DE LA COUVERTURE SANTÉ D'ENTREPRISE »

L'AMAFI a organisé en partenariat avec Adéis, structure du groupe Humanis en charge des relations avec les branches professionnelles, une matinée d'information relative à la réforme de la couverture santé d'entreprise, le 9 avril dernier. Cette matinée a permis aux adhérents de l'AMAFI de prendre connaissance des modalités pratiques et des délais de mise en œuvre de cette réforme.

Une présentation est disponible sur le site www.amafi.fr.

Alexandra Lemay-Coulon



ZOOM AMAFI

EUROPE : CES PAYS QUI FONT LE CHOIX DE LA FINANCE

L'AMAFI et Revue Banque publient début juin un nouvel hors série intitulé : « Europe : ces pays qui font le choix de la finance ».

Signé par une palette d'auteurs français et internationaux, l'ouvrage offre un éclairage sur les pays européens qui ont placé la finance au cœur de leur stratégie. Comment ce choix a été fait et mis en œuvre ? Quels enjeux ? Quels impacts sur l'économie des pays concernés ? Il engage également une réflexion sur la frontière entre les pays qui offrent un environnement favorable à l'industrie financière et ceux que l'on qualifie de paradis réglementaire voire de paradis fiscal.

Un débat public est organisé à l'occasion de la sortie de ce hors série **lundi 15 juin à 18 heures**. Renseignements et inscriptions sur www.amafi.fr/agenda.

Philippe Bouyoux

ACTIVITÉS

AMAFI

Chiffres clés du
01/05/2014 au
01/05/2015

30 Réponses à des consultations publiées ou en cours

13 Notes d'analyse / de position

9 Conférences et événements AMAFI

4 Normes professionnelles

3 Bonnes pratiques professionnelles



L'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE ANNUELLE DE L'AMAFI AURA LIEU **MARDI 23 JUIN 2015** AU PALAIS BRONGNIART

VOS CONTACTS

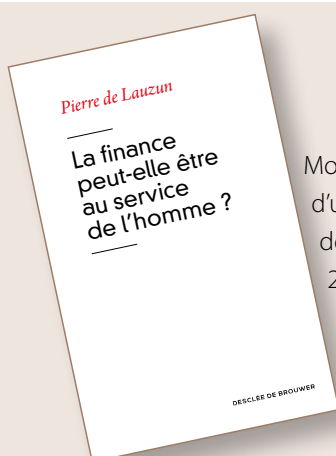
- **Philippe Bouyoux**
01 53 83 00 84 - pbouyoux@amafi.fr
- **Sylvie Dariosecq**
01 53 83 00 91 - sdariosecq@amafi.fr
- **Véronique Donnadieu**
01 53 83 00 86 - vdonnadieu@amafi.fr
- **Emmanuel de Fournoux**
01 53 83 00 78 - edefournoux@amafi.fr
- **Stéphanie Hubert**
01 53 83 00 87 - shubert@amafi.fr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

LA FINANCE PEUT-ELLE ÊTRE AU SERVICE DE L'HOMME ?

Morale et finance : telle est la problématique centrale d'un ouvrage de réflexion personnelle, écrit par Pierre de Lauzun, délégué général de l'AMAFI, et paru le 29 mai dernier.

La finance peut-elle être au service de l'homme ? Ed. Desclée de Brouwer, 2015.

Philippe Bouyoux



ASSOCIATION FRANÇAISE
DES MARCHÉS FINANCIERS
13, RUE AUBER • 75009 PARIS
TÉL. : 01 53 83 00 70
TÉLÉCOPIE : 01 53 83 00 83
@AMAFI_FR
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.

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