

**EDITO**

*Ma conviction est que le non-cumul des mandats dans le temps est une des conditions de la vigueur des institutions démocratiques. Mon deuxième mandat à la tête de l'AMAFI s'achève et je n'ai donc pas souhaité en demander le renouvellement. J'aurai ainsi eu l'honneur de présider l'Association pendant sept années exaltantes mais aussi caractérisées par le développement d'une crise économique majeure.*

*Celle-ci n'est pas achevée. Les peuples s'impatientent et expriment leur ressentiment face à des marchés souvent considérés comme inutiles, voire prédateurs, et en tout cas coupables d'avoir enfanté la crise. Ce jugement est désagréable mais il est une réalité sociale. Nous devons l'affronter et procéder à un examen de conscience. Sans concession, mais aussi sans participer à la confusion intellectuelle dominante. Notre rôle est en effet aussi de rappeler des faits et d'expliquer une autre réalité, celle des forces qui dirigent notre économie.*

*Seule la croissance économique permettra de surmonter cette crise dans des conditions sociales acceptables. La croissance ne se décrète pas, mais elle se finance. Ce financement repose de plus en plus sur le marché. Celui-ci est peut-être un lieu de spéculation, mais il est surtout l'endroit où une épargne longue rencontre des entreprises. Les politiques publiques doivent donc consacrer ce rôle en privilégiant trois axes. Protéger le capital et favoriser l'épargne longue (nous faisons aujourd'hui le contraire). Localiser l'industrie financière sur notre territoire (la TTF est un poison violent à cet égard.) Allouer une partie raisonnable de notre épargne financière au capital-risque et au financement de marché des ETI (une large part du chemin reste à parcourir même si des progrès notables ont été enregistrés récemment).*

*Accepter la réalité est une des conditions du progrès. Cette conviction a toujours guidé l'action collective de l'AMAFI, notre discours et nos propositions. J'ai pu inscrire mon mandat dans ce droit fil, avec le précieux soutien de notre Conseil. Je l'en remercie chaleureusement, ainsi que l'ensemble des adhérents dont la participation active à nos travaux est un sujet de fierté. Je veux également souligner la très remarquable qualité du travail de Pierre de Lauzun, Bertrand de Saint Mars et de l'équipe des permanents. J'adresse enfin tous mes vœux de succès à mon successeur, dont l'élection aura lieu le 6 octobre.*

**Philippe Tibi**

Président de l'AMAFI

**DOSSIER**

# LA TITRISATION AU SECOURS DE L'ÉCONOMIE EUROPÉENNE ?



**Et si la titrisation, désignée comme en partie responsable de la crise de 2008, pouvait aussi être le salut de l'économie européenne ? Enquête sur une technique financière qui revient sur le devant de la scène.**

**SOMMAIRE**

**DOSSIER**

P 2-3

**NEWS / EUROPE - FRANCE**

P 4-7

**FISCALITÉ**

P 7-8

**ZOOM AMAFI**

P 8

# LA TITRISATION AU SECOURS DE L'ÉCONOMIE EUROPÉENNE ?

**T**itrisation... dès qu'il est prononcé, le mot semble rimer inéluctablement avec crise des *subprimes*. Peut-être à tort. La titrisation est une technique financière qui consiste à transférer des actifs financiers, par exemple des créances, en les regroupant dans un portefeuille cédé à une entité *ad hoc* qui en finance l'achat en émettant des titres auprès des investisseurs. « *La possibilité de revendre un crédit existe depuis le Moyen-âge, c'est un procédé fondamentalement utile à l'activité commerciale*, explique Yamina Tadjeddine, Maître de conférences en sciences économiques à l'université Paris Ouest Nanterre La Défense et chercheuse à EconomiX. *La titrisation stricto sensu permettant de céder non pas une mais plusieurs créances est née aux Etats-Unis dans les années 60 pour permettre aux collectivités américaines de financer des logements sociaux. La titrisation a permis à l'Etat de convaincre les banques d'opérer ces financements puisqu'elles pouvaient ensuite céder leurs créances. Elle a été ensuite utilisée lors de la crise mexicaine avant de se généraliser dans les années 90* ». Une innovation apparaît justement à cette époque, les dérivés de crédit, des produits financiers à terme dont l'objet consiste à transférer le risque de crédit d'un actif d'une contrepartie « acheteuse de protection » vers une contrepartie « vendeuse de protection » en échange d'une rémunération.

En France, la titrisation a été introduite par une loi du 23 décembre 1988 pour financer le crédit immobilier en permettant aux banques de sortir ces créances de leur bilan et donc de ne pas entamer leur ratio de

solvabilité. « *La titrisation présente l'intérêt de lier les avantages du crédit, autrement dit la connaissance du débiteur, avec l'atout principal du marché qui est sa liquidité. Les dangers, que l'on a découverts lors de la crise des subprimes, c'est un excès de crédit dès lors que celui qui l'accorde sait qu'il va le transmettre à un tiers avec les risques qui s'y attachent, et le risque d'assèchement du marché en cas de perte de confiance* » analyse Yamina Tadjeddine. Pour les spécialistes de la finance, ce n'est pas la titrisation qui a provoqué la crise des *subprimes* mais la manière dont elle a été utilisée de façon abusive. « *Le gouvernement des Etats-Unis a voulu que chaque américain devienne propriétaire*, explique Michel Fleuriet, fondateur du Master Banque d'Investissement et de Marché à Paris-Dauphine. *L'ennui, c'est que les banques n'avaient pas la capacité de financer tous ces crédits souvent consentis à tort et à travers. Ils ont donc été repackagés via la titrisation mais à des valeurs erronées. Quand le marché immobilier s'est retourné en 2007 les produits titrisés ont perdu toute valeur* ».



## Question de survie

Pour l'heure, la France mais aussi l'Europe tentent de redynamiser le marché de la titrisation. Au secours, la titrisation revient ? « *Si l'on ne veut pas que l'Europe s'enfoncé dans la crise, il faut d'urgence recourir à la titrisation*, prévient Michel Fleuriet. Motif ? Toujours le même, les entreprises – hormis les plus grosses – peinent à se financer sur les marchés. « *D'après le rapport des députés*

*Karine Berger et Dominique Lefebvre (Dynamiser l'épargne financière des ménages pour financer l'investissement et la compétitivité), l'épargne financière des français représente 3 600 milliards d'euros environ qui s'investit dans une multitude de supports : l'assurance vie, l'épargne réglementée (livret A, LDD), l'épargne retraite, l'épargne salariale... On ne sait pas quelle part de l'épargne va vers les entreprises mais, toujours d'après ce rapport, le besoin de financement des sociétés non-financières aurait atteint 45 milliards d'euros en 2011* ».

En attendant de parvenir à réorienter une partie de l'épargne vers les PME/ETI, les entreprises vont continuer de se tourner vers les banques. Or, celles-ci sont soumises à de nouvelles contraintes de fonds propres qui viennent limiter leur capacité à accorder des prêts. D'où la nécessité de les aider à recharger leur capacité de crédit en les délestant des prêts aux PME/ETI mais aussi de leurs prêts immobiliers à d'autres investisseurs. A cet égard, la titrisation peut intervenir de deux manières. « *Classiquement en permettant aux banques qui prêtent de titriser leurs portefeuilles de créances et donc de les sortir de leur bilan pour ne pas pénaliser leur ratio* » explique Michel Fleuriet, mais aussi en permettant aux entreprises de titriser elles-mêmes leurs actifs, sur le modèle de la première opération réalisée en France avec Chargeurs SA. « *En 1998, Chargeurs Lignes, branche de Chargeurs SA, connaît de graves difficultés en Asie avec des chutes de facturation comprises entre 20 et 60% selon les pays, se souvient Michel Fleuriet. La société décide donc d'externaliser sa branche*



**ROBERT OPHÈLE,**  
SOUS-GOUVERNEUR  
DE LA BANQUE DE  
FRANCE

**N'est-ce pas paradoxal d'aller chercher le salut économique dans un instrument accusé d'avoir contribué à la crise ?**

Cela peut apparaître comme tel en effet, mais le travail consiste précisément à tirer les leçons de la crise des *subprimes* pour sécuriser la titrisation. L'un des risques ce sont les pièges qui peuvent se glisser dans l'opération de transfert de risques entre une banque et des investisseurs. Pour éviter cela, il faut faire un effort de transparence et éviter les complexités inutiles. Le deuxième danger est lié à la tentation de conserver les bons produits et se défaire des mauvais. Ici la solution réside dans l'alignement d'intérêts autrement dit l'obligation pour l'auteur de la titrisation de conserver une partie du risque titrisé. Nous avons besoin de la titrisation, il faut donc en maîtriser les risques.

**Pourquoi est-ce si important de développer la titrisation ?**

En Europe, l'économie repose encore essentiellement sur l'intermédiation bancaire. Si les très grandes entreprises savent se financer sur les marchés, ce n'est pas le cas de TPE, PME ni des particuliers alors même que la capacité des banques à accorder des prêts se réduit en raison des nouvelles règles de fonds propres issues de Bâle III. Il faut donc faire de la place dans les bilans des banques pour maintenir leur capacité à accorder des crédits. C'est en cela que la titrisation est indispensable.

**La place de Paris a lancé au printemps une plateforme commune de titrisation des créances. Qu'en est-il exactement ?**

Nous avons développé un modèle de titrisation de crédits aux PME non déconsolidante, autrement dit la dette reste dans le bilan de la banque, ce qui ne présente pas les avantages évoqués dans le point précédent mais évite le risque de désresponsabilisation dans l'allocation du crédit tout en permettant quand même un refinancement. Cette titrisation porte sur des crédits aux PME bénéficiant d'une très bonne note de la Banque de France, assortie d'une garantie : si la note vient à baisser, la banque à l'origine de la titrisation s'engage à rembourser ou à remplacer par un nouveau crédit de même qualité.

laine et fait appel à Merrill Lynch. On crée deux entités, l'une pour le financement, l'autre pour la gestion des flux, qui procède à une émission obligataire garantie sur les contrats commerciaux et divisée en trois tranches de risques. Ces obligations ont trouvé des investisseurs intéressés et l'opération a été un succès ».

**D**évelopper la bonne titrisation

Voilà pourquoi, sur la place de Paris comme du côté de Bruxelles, on travaille activement pour relancer un marché de la titrisation en berne depuis la crise des *subprimes*. En 2008, les émissions de titrisation en Europe représentaient 700 milliards d'euros, en 2013 ce n'était plus que 150 milliards (contre 2 000 milliards d'euros avant la crise aux Etats-Unis et 1 500 milliards aujourd'hui). C'est ainsi que dans une communication en mars dernier, le commissaire européen au marché intérieur Michel Barnier a indiqué qu'il fallait redynamiser la titrisation en Europe pour aider les banques à financer l'économie.

Dans le prolongement de la crise des *subprimes*, Bruxelles a pris des mesures pour sécuriser la titrisation. Afin de lutter contre une première dérive qui consiste à prêter dans n'importe quelles conditions puisqu'on sait qu'on pourra se défaire de la créance, la législation européenne impose depuis 2011 une obligation de conserver une part de risque, c'est la notion « *d'intérêts propres en jeu* ».

La deuxième grande évolution a consisté à renforcer les exigences de transparence pour que les investisseurs comprennent très exactement dans quoi ils investissent.

Face à l'atonie du marché, Michel Barnier a proposé au printemps dernier d'adopter d'autres mesures, par exemple en différenciant les produits de grande qualité et en participant activement à une réglementation internationale de la titrisation avec le Comité de Bâle (en charge des banques) et l'OICV (marchés financiers).

Paris n'est pas en reste. Pour la Banque de France, il faut développer la titrisation des crédits immobiliers en France avec l'objectif d'atteindre 20 à 25% des crédits à terme. Cinq banques françaises viennent de créer une société dédiée à la titrisation de créances (BNP, BPCE, Crédit Agricole, HSBC et Société Générale) en soulignant le recours à des standards élevés de transparence, de simplicité et de sécurité. Les premières émissions d'*Euro Secured Notes* (ESN), réalisées en avril, ont porté sur 2,65 milliards d'euros. Par ailleurs, Crédit Foncier a relancé le marché de la titrisation en plaçant publiquement en mai les deux tranches seniors d'une titrisation d'un portefeuille de 8 900 prêts immobiliers à des particuliers pour 922 millions d'euros. Un type d'opération encouragé par la Banque de France pour aider les banques à renforcer leurs fonds propres conformément aux exigences de Bâle 3.

**Olivia Dufour**

## MIF 2

La consultation de l'Autorité Européenne des Marchés Financiers (AEMF ou ESMA) sur le dispositif MIF 2 (*Consultation Paper* et *Discussion Paper*), lancée fin mai et clôturée le 1<sup>er</sup> août, a confirmé ce que l'industrie avait pressenti, à savoir que les mesures de niveau 2 seront au moins aussi importantes dans leurs

impacts que le texte de niveau 1. Si le volume des documents présentés par l'AEMF est impressionnant (plus de 800 pages et plus de 800 questions), celui des réponses adressées ne l'est pas moins : ce sont en effet près de 600 réponses qui ont été publiées.

Révéléateur des enjeux que les différentes parties intéressées (*sell-side*, *buy-side* et infrastructures de marché principalement) attachent aux diverses propositions et pistes évoquées, ce très grand nombre de réponses place l'AEMF sous contrainte forte. Tenue en effet par le calendrier étroit fixé par les textes de niveau 1, qui déterminent une application du nouveau dispositif début 2017 avec, dès début juillet 2016, une transposition en droit national des mesures le nécessitant, l'Autorité européenne doit maintenant intégrer ces éléments d'analyse dans sa propre réflexion en vue de produire, non seulement ses avis techniques sur les actes délégués que doit prendre la Commission européenne, mais aussi les normes techniques qui relèvent de sa compétence.

Première conséquence de cette situation, le *Consultation paper* qui doit suivre le *Discussion paper* (essentiellement sur les aspects liés à la protection de la clientèle, l'analyse financière, les *inducements*, les marges commerciales des producteurs, la définition du *Trading* haute fréquence et, pour partie, l'internationalisation systématique), initialement attendu pour l'automne, ne sera publié qu'en fin d'année, voire début d'année prochaine.

Dans cet environnement, l'AMAFI a bien sûr fait partie de ceux qui ont apporté leur contribution à l'AEMF (*AMAFI / 14-28* et *14-29*), l'exercice s'étant révélé particulièrement mobilisateur pour plusieurs de ses Comités et Groupes de travail. Compte tenu du faible temps imparti pour élaborer des positions argumentées, il n'a pas été possible de répondre à l'ensemble des questions soulevées. Aussi, l'Association, comme d'ailleurs l'ensemble des autres répondants, a choisi de concentrer sa réflexion sur les points jugés les plus critiques pour ses adhérents. Mi-septembre, les principaux éléments de cette contribution ont été synthétisés dans une note, également disponible en anglais, articulée autour des grands aspects du nouveau dispositif que sont les questions de structure de marché d'une part, de protection des investisseurs d'autre part (*AMAFI / 14-37*).

## LES GRANDS ÉLÉMENTS DE LA CONTRIBUTION AMAFI

En matière de **structure de marché**, il faut particulièrement relever les propositions qui concernent :

- Le recalibrage des seuils d'exemptions à la transparence pré-négociation pour les marchés actions afin de tenir compte de l'évolution de la microstructure de marché ;
- La revue de la définition du *Trading* haute fréquence (THF) et du calibrage des seuils quantitatifs envisagés ;
- La maîtrise par le régulateur des pas de cotation ;
- La méthodologie à suivre pour la définition d'un marché liquide pour les obligations ;
- Le traitement approprié des systèmes électroniques fonctionnant sur la base de demandes de prix émis par les investisseurs (*Request For Quote – RFQ*) ;
- Les conditions de la transparence post-négociation pour le segment *non equity* en vue de ne pas augmenter indûment les risques pris par les apporteurs de liquidité sauf à réduire la liquidité disponible ;
- Les modalités de mise en place des limites de position et de déclaration sur les marchés de dérivés sur matières premières (DMP), ainsi que les conditions applicables aux déclarations de position au regard du caractère central de la notion de « *contrats économiquement équivalents à des contrats traités sur des plateformes* » ;
- Le seuil permettant de définir l'activité accessoire pour les intervenants sur DMP, et ainsi de ne pas être soumis au dispositif MIF, en cohérence avec les objectifs poursuivis par les textes de niveau 1.

En matière de **protection des investisseurs**, les propositions AMAFI concernent essentiellement :

- La recherche qui ne peut absolument pas être considérée comme un avantage non monétaire (*inducement*) ;
- Les critères proposés pour qu'un *inducement* soit acceptable dans le cadre du conseil non-indépendant au risque de remettre en cause la viabilité économique de ce service ;
- L'extension préjudiciable des exigences applicables face à une clientèle particulière aux rapports avec les contreparties éligibles et les clients professionnels, et notamment en termes de protection des avoirs des clients ou d'obligation d'établir pour certains services une convention écrite ;
- Les mesures de transparence des coûts et des frais, estimées disproportionnées au regard des bénéfices qu'elles apporteront ;
- Les conditions de mise en œuvre de la meilleure exécution qui appellent certaines clarifications ;
- Les interactions avec les mesures applicables en termes de protection des données personnelles, et la nécessité de prendre en compte les exigences CNIL.



Sur les questions particulièrement importantes qui concernent le paiement de l'analyse financière (*voir ci-contre*) et la transparence appliquée aux marchés qui fonctionnent essentiellement de gré à gré, il est intéressant de noter que les préoccupations exprimées par l'Association rejoignent celles d'une très grande majorité de répondants à la consultation.

Par ailleurs, le 12 juin dernier, ont été publiés au Journal officiel de l'Union européenne (JOUE) les textes que ces mesures d'application doivent permettre de mettre en œuvre à savoir, d'une part, le Règlement européen n° 600/2014 concernant les marchés d'instruments financiers et, d'autre part, la Directive européenne n° 2014/65/UE concernant les marchés d'instruments financiers.

Au cours des mois qui viennent, l'AMAFI va poursuivre son action auprès des différentes instances françaises et européennes. A cet effet, elle entend notamment accentuer sa coordination avec ses homologues, particulièrement au sein d'EFSA (*European Forum of Securities Associations*).

**Sylvie Dariosecq, Véronique Donnadieu, Emmanuel de Fournoux, Stéphanie Hubert**

## CONFÉRENCES

### MIF 2

26 NOVEMBRE 2014

L'AMAFI organise, autour de deux demi-journées, des conférences de présentation du nouveau dispositif MIF 2.

La matinée du 26 novembre sera ainsi consacrée aux questions de structure de marché tandis que l'après-midi sera dédiée aux questions de protection des investisseurs.

Ces conférences, dont le programme sera disponible d'ici mi-octobre, auront lieu au Centre de conférences Paris Victoire.

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

## ■ EVALUATION DU SYSTÈME EUROPÉEN DE SUPERVISION FINANCIÈRE

Au printemps 2013, s'interrogeant sur les modifications à apporter au système européen de supervision financière, le Parlement européen et la Commission européenne avaient lancé des consultations auxquelles l'AMAFI avait participé (*Info AMAFI n° 111*). C'est dans ce prolongement que la Commission a publié début août deux rapports concernant la revue du système européen de supervision financière. Le premier, qui intervient conformément aux règlements fondateurs des autorités européennes de supervision (AES ou ESAs), porte sur le fonctionnement de l'Autorité Européenne des Marchés Financiers (AEMF ou ESMA), de l'Autorité Bancaire Européenne (ABE ou EBA), et de l'Autorité Européenne des Assurances et des Pensions Professionnelles (AEAPP ou EIOPA). Le second rapport porte sur les missions et l'organisation du Comité Européen du Risque Systémique (CERS).

Les rapports considèrent que les performances des AES et du CERS sont de bonne qualité. Concernant les AES, parmi les principales faiblesses mises en lumière, et les voies d'amélioration proposées, on peut relever :

- L'insuffisance des délais d'élaboration des normes qui devrait conduire les autorités à améliorer la transparence de leur processus réglementaire, notamment en établissant des périodes adéquates de réponse aux consultations et en fournissant des retours plus détaillés. Relevons cependant que bien souvent, les autorités de supervision sont liées par les calendriers fixés par le trilogue européen.
- Le rôle prédominant dans le processus de prise de décision, au travers des conseils des superviseurs, des représentants des autorités nationales qui génère le risque que les intérêts nationaux l'emportent sur une vision paneuropéenne. Il est ainsi proposé de faire évoluer la gouvernance pour améliorer le rôle et l'influence des équipes permanentes des autorités au sein des instances préparatoires.

- Des ressources budgétaires qui doivent être revues pour que celles-ci ne dépendent plus à 60% des autorités nationales. Un travail préparatoire doit être lancé sous peu en la matière.

- Une structure des autorités de supervision qui, malgré un constat dans l'ensemble positif, doit évoluer. Ainsi, seront étudiés le passage vers un modèle de supervision bipolaire dit *twin peaks* (un pôle regroupant la supervision prudentielle et l'autre assurant la supervision de la conduite des affaires des établissements sans considération de statut), voire la fusion des 3 autorités en une seule.

- L'extension des pouvoirs directs de surveillance des autorités (tel que l'AEMF avec les agences de notation) aux infrastructures de marché intégrées.

**Véronique Donnadieu**

## ■ RÉMUNÉRATION DE L'ANALYSE FINANCIÈRE

Le régulateur britannique, la *Financial Conduct Authority* (FCA), a publié le 10 juillet dernier une consultation intitulée « *Discussion on the use of dealing commission regime* ». En effet, sur la base des enquêtes qu'elle a conduites, la FCA estime qu'en dépit des réformes engagées durant la précédente décennie, la situation actuelle n'est pas satisfaisante, notamment d'un point de vue concurrentiel, avec la persistance de conflits d'intérêts et une grande opacité sur la chaîne de valeur. Exprimant en conséquence son intérêt pour une réforme introduisant l'interdiction de la rémunération de l'analyse financière par commission de courtage, elle a mis en discussion son analyse.

Cette démarche suscite d'autant plus l'attention qu'elle intervient au moment où cette question a été introduite de manière incidente dans le *Consultation Paper* de l'AEMF sur MIF 2. Alors qu'une réforme de cette nature bouleverserait le modèle économique de nombreux acteurs comme elle l'a souligné auprès de l'AEMF, l'AMAFI entend apporter sa contribution à cette consultation.

**Emmanuel de Fournoux, Victor Maurin**

## EUROPE

## ■ EMIR

L'AEMF a lancé le 11 juillet dernier deux consultations sur les classes d'actifs touchées par l'obligation de compensation dans le cadre d'EMIR. La première concerne la compensation des dérivés de taux et la seconde, celle des dérivés de crédit (AMAFI / 14-30 et 14-38). Si le périmètre des instruments financiers compensables ne soulève pas de problèmes particuliers, l'AMAFI a souligné que le calendrier proposé de montée en charge de l'obligation de compensation devrait être revu pour mieux prendre en compte le risque présenté par certaines contreparties.

**Emmanuel de Fournoux, Victor Maurin**

## ■ ABUS DE MARCHÉ

Faisant suite à la première série de consultations qu'elle avait lancée en novembre 2013, l'AEMF a publié en juillet dernier deux autres documents de consultation concernant ses projets d'avis et de standards techniques dont elle soumettra les versions finalisées à la Commission pour approbation au plus tard le 15 mars 2015 et le 15 juillet 2015 respectivement. L'Association constate des avancées concernant les règles relatives aux sondages de marché, modifiées sur différents points qu'elle avait soulevés lors de la consultation de l'automne 2013. Pour autant, des difficultés subsistent, notamment en ce qui concerne les sondages n'impliquant pas la communication d'une information privilégiée (utilisation d'un script, liste des personnes interrogées, etc.). Par ailleurs, concernant l'analyse financière, l'AEMF semble vouloir introduire des changements importants : encadrement de l'activité des personnes diffusant des analyses en tant qu'experts, sans être des professionnels réglementés ; assimilation des *morning notes* transmises par les établissements à leurs clients à de l'analyse financière ; ou encore renforcement des obligations de transparence existantes concernant les conflits d'intérêts. Enfin, les inconvénients attachés au contenu des listes d'initiés tel que proposé initialement par l'AEMF demeurent, cette dernière n'ayant pas amendé de manière significative son approche qui exige l'enregistrement de nombreuses données personnelles pour chaque initié.

**Stéphanie Hubert**

## ■ INDICES DE RÉFÉRENCE

Un accord du Parlement européen sur le Règlement Indices de référence présenté par la Commission n'ayant pas pu être obtenu avant les élections européennes, le sujet est à nouveau à l'ordre du jour de la nouvelle mandature. La Présidence italienne, qui considère ce sujet prioritaire, entend avancer rapidement sur ce texte afin qu'un compromis puisse être dégagé d'ici la fin de l'année. Dans ce contexte, les discussions ont repris au Conseil. L'AMAFI reste très mobilisée sur ce sujet, en particulier s'agissant des indices maisons, les règles initialement proposées par la Commission pouvant entraver leur utilisation.

**Stéphanie Hubert**

## ■ DISCIPLINE DE MARCHÉ

C'est au travers du règlement Ventes à découvert que la question de la discipline de marché, et notamment des procédures de rachat, a été identifiée pour la première fois au niveau européen. Lors des travaux préparatoires, l'AMAFI avait souligné les enjeux attachés à cette question en termes d'harmonisation des règles tant au niveau des marchés que des acteurs qui y interviennent. Les premières mesures introduites à cette occasion ont été par la suite prolongées par EMIR. Aujourd'hui, c'est le règlement européen sur les dépositaires centraux de titres (CSDR), adopté le 16 juillet 2014, qui traite de cet aspect. Au-delà en effet des règles communes de fonctionnement et de prévention des risques pour tous les dépositaires centraux de titres, CSDR harmonise également les délais de règlement-livraison des titres (deux jours après la date de négociation) et les mécanismes de discipline de marché en imposant des règles de pénalités et de rachat en cas de non-livraison des titres. Ces dernières règles devant maintenant être précisées par des mesures de niveau 2 de l'AEMF, l'Association est attentive (AMAFI 14/20) à ce que la recherche nécessaire d'un dispositif incitant les intervenants du processus de règlement-livraison à remplir leurs obligations en la matière ne conduise pas à imposer des modifications techniques lourdes, source de coûts disproportionnés. A cet égard, il n'est pas inutile de rappeler qu'en France, le taux de suspens de titres peut être considéré comme très satisfaisant puisqu'il se situe, depuis plusieurs années, à moins de 1%.

**Emmanuel de Fournoux**

## FRANCE

## ■ COMITÉ PLACE DE PARIS 2020

Le 16 juin, Michel Sapin, Ministre des Finances et des Comptes publics a installé le Comité « Place de Paris 2020 », co-animé par Gérard Mestrallet, Président de Paris Europlace et par le Directeur Général du Trésor. Réunissant des acteurs du système financier (dont l'AMAFI), des entreprises, des élus et des experts, ce Comité « *a pour ambition de structurer et dynamiser la réflexion collective sur le financement de l'économie, sur l'évolution de l'épargne et sur les instruments financiers utiles à la croissance économique, dans un cadre assurant la stabilité financière et la protection des épargnants.* »

De nombreux travaux sont lancés sous l'égide du Comité au travers de trois grands axes :

- Créer les conditions pour que se développent des marchés financiers répondant de manière sûre et efficace aux besoins des entreprises ;
- Mobiliser au mieux l'épargne abondante des ménages français au service de la croissance ;
- Promouvoir à horizon 2020 un modèle pour une place financière de Paris attractive et dynamique, tournée vers le financement de l'économie.

L'AMAFI est particulièrement impliqué dans les chantiers liés à la finalisation du travail de standardisation sur la Charte Euro PP, au développement du marché des TCN, à la tenue de marché.

Une nouvelle réunion du Comité aura lieu le 1<sup>er</sup> décembre prochain.

**Bertrand de Saint Mars**

## ■ FINANCEMENT DES ENTREPRISES - MARCHÉ DES TCN

A l'instar des travaux de Place sur l'Euro PP qui permettent de faciliter le recours des entreprises à de nouvelles sources de financement, la Banque de France et la Direction Générale du Trésor ont lancé, sous l'égide du Comité Place de Paris 2020, une réflexion sur les actions à mener pour accroître l'attractivité du marché des titres de créances négociables (TCN). La première réunion du groupe de travail, auquel participe l'AMAFI, a permis d'identifier différents thèmes, la finalisation des travaux étant prévue dans la première partie de 2015.

**Sylvie Dariosecq**

## FINANCEMENT PARTICIPATIF

En prévision de l'entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> octobre 2014, des nouvelles dispositions législatives relatives au financement participatif issues de l'ordonnance du 30 mai 2014, qui doivent être complétées par plusieurs dispositions réglementaires, l'AMF a mis en consultation deux projets d'instructions relatives aux conditions d'immatriculation des nouveaux Conseillers en Investissements Participatifs (CIP) et à l'information à fournir aux investisseurs, ainsi que des propositions d'extension du champ de compétence de la Commission des sanctions de l'AMF.

L'AMAFI a formulé un certain nombre d'observations visant à clarifier les nouvelles obligations en cause (AMAFI / 14-31 et 14-35). En ce qui concerne le champ de compétence de la Commission des sanctions (qui le moment venu devra prendre la forme d'une modification législative), l'AMAFI estime justifié de l'étendre aux offres de financement participatif en raison des risques particuliers et significatifs pour les investisseurs que peut comporter ce nouveau régime. Elle considère en revanche inopportune son extension aux autres types d'offres alors qu'il n'a pas été démontré l'existence de comportements nuisibles au bon fonctionnement du marché et à la confiance des épargnants qui pourraient être réduits, voire supprimés, par cette extension. En tout état de cause, l'Association est particulièrement attentive à ce que ne soit pas créé pour les investisseurs l'illusion qu'ils bénéficieraient de la même protection lorsqu'ils investissent sur des titres admis aux négociations sur un marché réglementé, cotés seulement sur un système multilatéral de négociation, ou traités exclusivement de gré-à-gré. Seuls les premiers assurent l'investisseur d'un haut niveau de protection compte tenu des nombreux textes applicables.

**Sylvie Dariosecq**

## PRODUITS STRUCTURÉS

Le Groupe « Produits structurés » de l'AMAFI a mené des travaux au cours des derniers mois afin d'une part, d'élaborer un modèle de « document d'information clé » pour un produit structuré courant et d'autre part, de développer une méthodologie de calcul du risque synthétique d'un produit d'investissement de détail. Ces travaux s'inscrivent

dans la perspective des discussions en cours entre les Autorités européennes (EIOPA, EBA et AEMF) pour l'élaboration des mesures de niveau 2 du Règlement PRIIPS (*Packaged Retail and Insurance-based Investment Products*), qui concerneront notamment ces deux points. L'Association souhaite ainsi pouvoir contribuer utilement aux réflexions pour que ces mesures soient adaptées à la diversité des instruments financiers visés par le règlement.

**Stéphanie Hubert**

## CONTRÔLE INTERNE

Dans le cadre de la transposition de la directive CRD4 en droit français, la DGT et l'ACPR travaillent à la refonte du règlement CRBF n° 97-02 afin de l'adapter aux changements opérés par cette directive, en articulant clairement les obligations de la loi et celles du règlement. Ainsi, une modification du règlement devrait intervenir sous forme d'arrêté d'ici la fin de l'année. Notamment, les notions d'organe exécutif et d'organe délibérant seront remplacées par celles de dirigeants effectifs et d'organe de surveillance, le comité d'audit disparaîtra au profit du comité des risques, de nouvelles mesures de risque et des nouvelles obligations afférentes seront insérées, la filière « risques » deviendra la fonction de gestion des risques et son responsable pourra rendre compte directement à l'organe de surveillance sans en référer aux dirigeants effectifs. Par ailleurs, les dispositions sur les rémunérations seront dorénavant réparties entre le Code monétaire et financier et le règlement.

**Stéphanie Hubert**

## OFFRES PUBLIQUES

L'AMF a consulté la Place sur les modifications qu'elle souhaitait apporter aux dispositions de son règlement général relatives aux offres publiques, du fait de l'entrée en vigueur de la loi du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle. L'AMAFI a formulé certaines observations concernant notamment, d'une part, les conditions dans lesquelles l'AMF peut écarter ou abaisser le seuil de caducité de 50% nouvellement introduit tant pour les offres volontaires que pour les offres obligatoires, et d'autre part, le régime des conditions d'intervention sur les titres financiers concernés par une offre publique (AMAFI / 14-23).

**Sylvie Dariosecq, Julien Perrier**

## TAXE EUROPÉENNE SUR LES TRANSACTIONS FINANCIÈRES (TTFE)

EFSA, *European Forum of Securities Associations*, qui regroupe les associations professionnelles représentant les activités de marché financier dans 8 Etats européens, a adressé, par le biais de ses membres, un courrier aux ministres de l'économie et des finances des Etats participant à la coopération renforcée visant à établir une taxe sur les transactions financières (TTFE). L'AMAFI a ainsi transmis ce courrier, disponible sur son site web, à M. Michel Sapin, Ministre des Finances et des Comptes publics et à M. Emmanuel Macron, Ministre de l'Economie, de l'Industrie et du Numérique.

EFSA y rappelle les conséquences particulièrement négatives qu'une telle taxe aurait sur l'économie, agissant comme un frein à la reprise de la croissance, comme sur les utilisateurs finaux des marchés financiers que sont les émetteurs et les investisseurs. Ce constat s'appuie notamment sur une étude conduite par le Cabinet Oliver Wyman « *The impact of the EU-11 financial transaction tax on end-users* ». Il relève par ailleurs les fortes incertitudes juridiques que comporte, en l'état, le projet, en particulier en ce qui concerne la taxation envisagée pour les produits dérivés.

**Véronique Donnadiou, Eric Vacher**

## ACTIVITÉS AMAFI

Chiffres clés du 01/09/2013 au 01/09/2014

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

**16** Notes d'analyse / de position

**11** Conférences et événements AMAFI

**5** Normes professionnelles

**3** Bonnes pratiques professionnelles

## FISCALITÉ

### ■ TAXE FRANÇAISE SUR LES TRANSACTIONS FINANCIÈRES (TTF)

En début d'année, la Direction de la Législation Fiscale (DLF) a mis à jour sa doctrine relative à la TTF. Les précisions apportées (champ d'application, opérations des OPCVM, qualification du redevable, détermination de la base d'imposition...) complètent ainsi les réponses données aux différents organismes professionnels à la suite des interrogations exprimées sur les modalités de mise en œuvre du dispositif. Par ailleurs, pour résoudre les difficultés opérationnelles liées à la détermination du redevable de la taxe en présence de « tables d'intermédiation », la DLF et le Trésor avaient été saisis d'une demande de solution qui restait en suspens.

Les discussions ayant repris sur ce point en début d'année, cette demande a finalement pu aboutir en août dernier avec la publication d'une nouvelle mise à jour de la doctrine administrative. N'est ainsi pas redevable, la société de gestion ou le prestataire de services d'investissement (PSI) qui, exerçant à titre principal une activité de réception transmission d'ordres tout en ayant un agrément d'exécution d'ordres, intervient auprès d'un second PSI en tant que mandataire de l'acquéreur final sans toutefois être partie à la chaîne de règlement/livraison, ni émettre de compte-rendu d'exécution. Dans une telle situation, c'est le second PSI agréé pour l'exécution d'ordre qui est le redevable de la TTF-TAT. La documentation administrative est disponible sur le site AMAFI.

La nouvelle version française et anglaise du Guide d'application TTF (AMAFI/14-27), publiée en juin par l'Association, sera donc à nouveau actualisé très prochainement.

**Eric Vacher**

### ■ COMPÉTITIVITÉ DES ENTREPRISES – IMPACT DE LA FISCALITÉ

Dans le cadre des travaux conduits par Paris Europlace au sein du groupe « Croissance et Fiscalité » présidé par Jacques Delmas Marsalet, l'AMAFI a fourni une contribution sur deux aspects qu'elle avait déjà mis en lumière à l'occasion des travaux de la mission Berger-Lefebvre, et qu'elle a prolongés et actualisés à cette occasion.

Le premier concerne l'impact combiné de la fiscalité des entreprises et de la fiscalité de l'épargne sur la compétitivité des entreprises (AMAFI/14-32).

En effet, les différentiels de coûts fiscaux sur les financements d'entreprises, que ce soit par fonds propres (fiscalité des dividendes) ou par endettement (fiscalité des intérêts) induisent des écarts de compétitivité significatifs entre entreprises françaises, allemandes et britanniques. Ainsi, pour servir un revenu net de 100, à l'apporteur de fonds propres (actionnaire), l'entreprise française doit produire un résultat brut de **244** contre **195** pour l'entreprise alle-

mande et **186** pour l'entreprise britannique. Pour l'apporteur de fonds d'emprunts (dette obligataire ou compte courant), l'entreprise française doit produire un résultat brut de **197** contre **172** pour l'entreprise allemande ou britannique. Ce constat qui concerne des personnes imposés à un taux d'IR intermédiaire de 30 % est encore plus saisissant lorsqu'il concerne les contribuables les plus imposés, qui disposent par essence, d'une plus grande capacité d'épargne pouvant s'investir dans le financement des entreprises.

Le second aspect concerne la fiscalité de l'épargne (AMAFI/14-34). En reprenant le code couleur des feux tricolores, le tableau récapitulatif de la fiscalité des produits d'épargne, établi par l'Association, souligne que l'orientation de l'épargne est réalisée de façon fluide vers les livrets réglementés (vert) alors qu'elle est très ralentie voire bloquée pour l'épargne à risque investie en actions (le plus souvent orange) ou en obligations (rouge).

**Eric Vacher**

## ZOOM AMAFI

### NOUVEL ADHÉRENT

■ **Société Générale**, banque universelle (banque de détail, services financiers internationaux, banque de financement et d'investissement, banque privée, gestion d'actifs et métiers titres).

Elle est dirigée par M. Frédéric Oudéa (Président Directeur Général).

## 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