

## EDITO

*Comment retrouver le cercle vertueux qui, tout au long des XIX<sup>ème</sup> et XX<sup>ème</sup> siècles jusqu'à la seconde guerre mondiale, a permis à la France de devenir une grande puissance industrielle en assurant le financement du développement de ses entreprises grâce à l'épargne des Français ? Aujourd'hui, c'est l'aversion au risque qui caractérise nos compatriotes avec une double conséquence : des grandes entreprises massivement dépendantes de l'épargne internationale ; des PME et ETI qui ne trouvent que trop faiblement les sources d'épargne de proximité dont elles ont besoin. Au bout du compte, c'est la croissance qui est en jeu, et avec elle la création de richesse collective et d'emplois dont nous avons un besoin vital.*

*De ce point de vue, la mission sur la fiscalité de l'épargne confiée à Mme Berger et M. Lefebvre par le Premier Ministre est particulièrement importante. L'AMAFI a bien entendu contribué à cette réflexion (AMAFI/12-64) en formulant des propositions pour réorienter d'urgence l'épargne vers le financement long des entreprises. Concrètement, elle soutient la création de trois produits clés : un PEA PME, un Plan d'Epargne Retraite Populaire en Actions et un Plan d'Epargne pour l'Investissement (cf. News p 6).*

**Pierre de Lauzun**

*Délégué général de l'AMAFI*

## DOSSIER

LE MARCHÉ  
OBLIGATAIRE  
FAIT SA  
RÉVOLUTION

**Les acteurs financiers ont décidé de créer en France des plateformes de négociation des obligations semblables à celles des actions. Mais la révolution tarde à montrer ses effets en pratique dans un marché qui reste dédié aux professionnels. Explications.**

## SOMMAIRE

DOSSIER

NEWS / EUROPE - FRANCE

FISCALITÉ - SOCIAL

ZOOM AMAFI

P 2-3

P 4-5

P 6-7

P 8

# LE MARCHÉ OBLIGATAIRE FAIT SA RÉVOLUTION

C'est un phénomène bien connu : des grandes crises jaillissent les grandes réformes. Ainsi, en 2008, les difficultés de liquidité (c'est-à-dire la baisse du nombre de transactions) constatées sur le marché obligataire ont incité les politiques et les professionnels à se mobiliser pour trouver des solutions afin d'éviter que le problème ne se reproduise. Un comité nommé « Cassiopée » a été mis en place en mars 2009 sous le parrainage de Bercy. A l'origine ? Certains investisseurs institutionnels, assureurs, sociétés de gestion qui réclamaient plus de transparence ainsi que des prix de référence sur le marché secondaire des obligations *corporate*, autrement dit sur le marché des obligations déjà émises par les entreprises (d'autres organismes émettent des obligations, notamment les Etats). L'enjeu consistait ni plus ni moins à transformer ce marché, organisé en gré à gré entre professionnels depuis les années 80 sous l'égide du Gouvernement qui a cherché ainsi à faciliter la commercialisation de la dette française, en un marché similaire à celui des actions avec un carnet d'ordres et des prix de référence. Cette révolution s'est accompagnée d'une électronique des transactions. De ces travaux sont nées de nouvelles plateformes électroniques, comme *BondMatch* lancée par Euronext en juillet 2011.

Toutefois, ces projets tardent à prendre leur essor, au point que certains se demandent s'il est judicieux de vouloir calquer le marché obligataire sur le marché actions. Pas forcément répondent les professionnels qui pointent les nombreuses différences entre les deux catégories de titres financiers et donc de marchés.

## Un marché de professionnels ?

L'action est une part du capital de l'entreprise. Son porteur partage entièrement les risques de la société dans laquelle il investit et ne peut sortir de l'investissement qu'en cédant l'action. A l'inverse, l'obligation est un titre de créance qui comporte une échéance de remboursement. A priori, l'obligation apparaît moins risquée puisqu'il s'agit d'un emprunt et non pas d'une participation au capital. Sauf que nul n'est à l'abri d'un défaut de remboursement. Surtout, c'est un marché beaucoup plus vaste et compliqué que le marché actions, et les intermédiaires y jouent un rôle clef. C'est à eux qu'il appartient de conseiller leurs clients investisseurs professionnels afin de trouver les produits adaptés à leur demande, ce qui suppose de développer de la recherche, et d'identifier le meilleur prix. Ils assurent la rencontre de l'offre et de la demande, et donc la liquidité du marché. Même si en Italie 30% du marché obligataire est entre les mains des particuliers, cela explique qu'à l'inverse, en France, ce soit un marché quasiment réservé aux investisseurs professionnels. Ce qui ne signifie pas que les particuliers ne détiennent pas d'obligations, simplement elles sont négociées pour leur compte par les sociétés de gestion dans le cadre des OPCVM, par exemple. En réalité, les émissions obligataires en direction des particuliers, courantes dans les années 1990, se sont raréfiées par la suite jusqu'à ce que le fameux emprunt d'EDF en 2009 à hauteur de 3,3 milliards d'euros semble les remettre provisoirement au goût du jour. Il n'empêche, l'affaire semble tout de même réservée aux spécialistes. Ne serait-ce que parce que ça répond mieux aux attentes des entreprises.

Dès lors qu'elles s'adressent aux particuliers, elles s'exposent à des frais de publicité, de prospectus et à maintenir l'offre plusieurs semaines, alors qu'en traitant directement avec les institutionnels, toutes ces contraintes leur sont épargnées. Même l'AMF semble un brin méfiante quant à la capacité des particuliers à évaluer convenablement les risques attachés aux obligations.

## trouver le bon produit au bon prix

Il n'en demeure pas moins que l'on peut discuter du caractère optimum du fonctionnement du marché obligataire. Sur ce sujet, certains professionnels contestent le diagnostic dressé durant la crise. « En 2008, on a assisté non pas à un problème de liquidité, mais de volatilité des prix dû à l'accroissement du risque. Les fourchettes acheteur/vendeur se sont en conséquence écartées, entraînant une perte de transparence lors des négociations », analyse Richard Tuffier, Directeur associé responsable du marché obligataire chez Oddo Securities. « C'est la raison pour laquelle, à l'initiative des gérants, et soutenu par Christine Lagarde, le projet Cassiopée a vu le jour, rassemblant l'ensemble des acteurs du marché (émetteurs, gérants, banquiers, courtiers). L'objectif officiel était de créer de la liquidité en créant une plateforme d'échanges, accessible à tous, avec des prix fermes visibles par tous. Mais l'objectif final, c'était surtout la transparence. Or tous les acteurs n'en tirent pas le même avantage et la plateforme a beaucoup de mal à démarrer. La liquidité amène la transparence, l'inverse n'est pas sûr ». Et si les intermédiaires avaient finalement raison quand ils affirment que ce marché à 95% de gré à gré restera celui des professionnels ? « C'est un marché



**ARNAUD DE BOURROUSSE,**  
PRÉSIDENT D'OCTO  
FINANCES\* ET  
ADMINISTRATEUR DE  
L'AMAFI

**La crise de 2008 a, dit-on, révélé un travers du marché obligataire lié à son manque de liquidité, qu'en est-il ?**

Contrairement à ce que certains prétendent, le marché obligataire est parfaitement efficient, grâce à la présence de très nombreux acteurs, banques et intermédiaires, qui animent le marché secondaire dans un contexte d'intense concurrence. La crise de liquidité de 2008 a surtout affecté les actifs les plus douteux, notamment les instruments de titrisation, pourtant très bien notés par les agences de notation. La responsabilité en incombe largement aux régulateurs, qui ont laissé se propager des produits toxiques et à ces agences en situation évidente de conflit d'intérêts vis-à-vis des banques émettrices de ces produits complexes. Si une forme de paralysie s'est emparée d'une partie du marché obligataire, c'est tout simplement parce que de nombreux acteurs ont décidé au même moment de ne plus acheter certains types d'actifs. On ne peut donc pas parler de défaut structurel du marché.

**Néanmoins, la mise en place de plateformes électroniques n'est-elle pas un progrès en termes de transparence, notamment si celui-ci se développe en direction des particuliers ?**

Une obligation est un instrument mathématique plus complexe que l'action, obéissant parfois à des calculs sophistiqués. Après la période d'émission, le particulier n'est plus apte à évaluer une obligation car il ne dispose pas des instruments ad hoc. De plus, le marché obligataire primaire comme secondaire est un marché de gré à gré entre professionnels qui échangent des blocs de titres conséquents, ce qui n'est pas accessible aux particuliers. Pour ceux qui veulent néanmoins tenter l'aventure, les plateformes constituent effectivement une source de liquidité pour des échanges de petit volume. Par ailleurs, il faut saluer et encourager le développement des émissions de PME/ETI sur ce marché aux côtés des grosses capitalisations.

**Quel est le rôle des intermédiaires ?**

Comme pour le marché des actions, le critère liquidité n'est pas le seul enjeu du marché obligataire. En effet, les principaux intermédiaires ont développé une activité de recherche afin de fournir un conseil approprié aux investisseurs pour leur permettre de procéder à des arbitrages au sein de la multiplicité des émetteurs et des produits. L'intermédiaire a donc un double rôle, celui de sélectionner l'investissement le plus pertinent pour ses clients, puis ensuite de le trouver au meilleur prix.

\*Entreprise d'investissement spécialisée dans l'intermédiation obligations et convertibles.

qui n'est pas comparable à celui des actions. En termes d'encours il est infiniment plus vaste et il en va de même s'agissant de la variété des produits, souligne Marion Lesage, Directeur général d'Aurel-BGC. Notre rôle consiste non seulement à trouver le bon produit au bon prix, mais aussi à développer de la recherche pour conseiller nos clients. Nous avons 30 opérateurs dédiés à une clientèle sur l'ensemble de l'Europe et 3 personnes affectées à une recherche dédiée ». En l'absence d'une centralisation des flux, il est difficile de donner des chiffres sur les volumes que représente le marché obligataire. Seules les données du marché primaire (émissions) sont disponibles. En 2012, on évalue les émissions obligataires – toutes catégories confondues – à plus de 2 000 milliards d'euros dans la Zone Euro, dont plus de 200 milliards en France. Certes, 2012 a été une année exceptionnelle et l'on prévoit un recul des émissions en 2013, mais cela reste un marché énorme.

**e t si les PME changeaient la donne ?**

Un marché très vaste dans lequel on assiste à une réorganisation des acteurs. A partir de 2007, les banques ont en effet décidé de réduire la voilure sur l'activité obligataire, voire même de fermer leurs départements dédiés, en raison des nouvelles contraintes réglementaires de fonds propres issues de Bâle 3. « Cela a déclenché la création de très nombreux brokers, mais depuis 2012, beaucoup ferment et on assiste à un phénomène de concentration. Seuls subsisteront ceux qui proposent un service de qualité offrant liquidité, recherche et taille critique » analyse Richard Tuffier. Certains soutiennent que si les brokers avancent l'argument d'un marché de gré

à gré réservé aux professionnels, c'est que celui-ci est fort rentable : « le courtage action est rémunéré entre 0,15 et 0,20% du montant de l'opération, celui sur les obligations s'inscrit entre 0,01 et 0,10% » rétorque Richard Tuffier. Les réflexions du Comité Cassiopée ont en tout cas amorcé le processus d'électronisation des transactions, ce que certains saluent. « Le maintien d'un fonctionnement de gré à gré ne va pas dans le sens de l'histoire, estime Vincent Remay, Conseiller du président de Viel & Cie, l'électronique permet de réduire sensiblement les coûts d'exécution et de répondre aux exigences réglementaires. Par ailleurs, la gestion demande de la transparence post-transaction pour valoriser les fonds, autrement dit de connaître les prix des transactions réalisées, et cela semble légitime. C'est plus compliqué pour la transparence pré-transaction car les gros ordres n'ont pas intérêt à être montrés. Si les plateformes peinent à démarrer, c'est que les nouvelles contraintes prudentielles ont pour conséquence une diminution sensible de l'activité de market making sur ces instruments, notamment pour les banques ».

Indépendamment des questions de marché et de transparence qui agitent les professionnels, une autre évolution du marché obligataire *corporate* se dessine : l'arrivée des mid-caps sur un marché jusqu'ici réservé aux plus grands groupes. Depuis 2009, environ une dizaine de PME se sont lancées dans l'aventure obligataire à destination des particuliers. Mouvement qui s'est accéléré depuis fin 2012 avec nombre de nouvelles opérations et des acteurs qui s'organisent pour acheter la dette des PME et des ETI. Peut-être la vraie révolution viendra-t-elle de cette nouvelle donne ?

**Olivia Dufour**

## ■ LÉGISLATION EUROPÉENNE

L'European Forum of Securities Associations (EFSA), qui regroupe de façon informelle au niveau européen les associations professionnelles française, italienne, anglaise,

espagnole, allemande, suédoise et danoise, a adressé fin 2012 un courrier aux autorités de l'Union européenne (Commission, Parlement et Conseil) relatif aux délais de mise en œuvre de la législation européenne.

L'EFSA y observe que les législations européennes qui sont en train d'être mise en place aujourd'hui vont avoir des conséquences profondes sur le cadre et la manière dont opère l'industrie des services financiers. D'autant plus que certaines d'entre elles (CRD IV, Solvabilité II) conduisent à orienter le modèle de financement de l'économie européenne vers un recours accru aux marchés financiers. Aussi, sauf à courir le risque d'affaiblir les acteurs de marché dans leur capacité à répondre à ces besoins de financement, il est particulièrement important de veiller à ce que ces règles soient bien calibrées et proportionnées au regard de l'objectif poursuivi. Cela impose de prévoir des délais suffisants de mise en œuvre qui permettent dans les meilleures conditions, non seulement aux autorités européennes d'élaborer les mesures d'application de niveau 2 et 3, mais également aux participants des marchés, de réaliser les adaptations nécessaires.

Le courrier est disponible sur le site de l'EFSA : <http://www.efsa-securities.eu/>

Véronique Donnadieu

## ■ RÉMUNÉRATIONS

L'AEMF (Autorité Européenne des Marchés Financiers ou ESMA) a lancé une consultation relative à son projet d'Orientations (*Guidelines*) sur les politiques et pratiques de rémunération des entreprises fournissant des services d'investissement. Ces Orientations s'attachent particulièrement aux risques de conflits d'intérêts et de manquements aux règles de bonne conduite suscités par les rémunérations dans la fourniture des services d'investissement aux clients. Devant ainsi compléter l'approche prudentielle développée par les lignes

directrices publiées par le CEBS le 10 décembre 2010, elles visent particulièrement les fonctions de vente aux clients de détail mais peuvent également être considérées comme applicables quel que soit le type de clients « *dans la mesure où cela est pertinent* ».

Si ces Orientations n'introduisent pas de nouvelles règles en matière de structure de rémunérations par rapport aux dispositions existantes, et notamment celle relative au ratio approprié entre rémunération fixe et rémunération variable, elles s'appliquent néanmoins à un champ plus large de collaborateurs que ceux jusqu'alors visés, puisque sont concernés les collaborateurs impliqués dans la fourniture de services d'investissement à la clientèle. En outre, elles s'étendent aux dispositifs de rémunérations des fournisseurs de prestations externalisées, les établissements ayant recours à ces fournisseurs devant s'assurer de l'effectivité de ces dispositifs, une exigence difficile à mettre en œuvre. Enfin, elles mettent particulièrement l'accent sur le contrôle des risques créés par les dispositifs de rémunérations, rôle qu'elles assignent toutefois à la fonction conformité sans considération des autres fonctions impliquées en la matière (AMAFI / 12-63).

Par ailleurs et pour mémoire, les discussions sont en cours au niveau européen concernant la révision de la directive CRD (relative aux exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement) qui comporte des dispositions relatives aux rémunérations, notamment celle concernant le rapport entre rémunération fixe et rémunération variable qui fait l'objet d'un débat nourri.

Stéphanie Hubert

## ■ ORIENTATIONS DE L'ESMA

L'AMAFI a fait part à l'ESMA, par courrier, de sa préoccupation quant à la mauvaise qualité de la traduction en français de ses Orientations, attestée par de nombreux exemples, alors que celles-ci constituent un élément important du cadre d'exercice des prestataires de services d'investissement. Elle a ainsi suggéré qu'à défaut de modifier le processus de traduction au sein de l'ESMA, chaque autorité devrait pouvoir soumettre à consultation les projets de traduction.

Par ailleurs, l'Association a attiré l'attention de l'AMF sur la force inégale que semblent attacher aux Orientations les différentes autorités

compétentes de l'Union, l'AMF les intégrant pour sa part dans le dispositif français sous la forme de Positions dont elle considère que les voies de mise en œuvre qu'elles déterminent s'imposent à l'exclusion de toute autre.

Enfin, l'AMAFI mène actuellement une réflexion au sein de son Comité Conformité sur deux orientations déjà publiées, la première, relative aux systèmes et contrôles dans un environnement de négociation automatisé et la seconde, à la fonction conformité. Toutes deux soulèvent en effet des questions d'interprétation concernant le rôle de cette fonction.

Le courrier, accompagné d'exemples de traductions inappropriées, est disponible sur le site de l'AMAFI (AMAFI / 13-02).

Stéphanie Hubert et Julien Perrier

## ■ RÉOLUTION DES INSTITUTIONS NON-BANCAIRES

La Commission Européenne a lancé une consultation fin 2012 sur le régime de résolution des institutions non-bancaires qui présentent un risque systémique, à l'instar de celui qui est en train d'être élaboré pour les établissements de crédit et les entreprises d'investissement. Sont particulièrement visées les infrastructures de marché (FMI) que sont les chambres de compensation (CCPs) et les dépositaires centraux (CSDs ou ICSDs). L'AMAFI considère que, compte tenu du rôle et de l'importance des CCPs et des CSDs dans la stabilité du système financier, la mise en œuvre d'un mécanisme de recouvrement et de résolution adapté est un élément central. L'objectif doit être de permettre la continuité des activités des infrastructures systémiques en cas de crise (AMAFI / 12-66). Il est cependant indispensable que le régime mis en place soit cohérent avec les autres réglementations en cours d'élaboration ou en vigueur tant au niveau mondial (travaux CPSS/IOSCO) qu'au niveau européen (EMIR, CSDR, SLD...). Par ailleurs, l'Association souligne que le régime de recouvrement et de résolution des FMI doit s'appliquer seul à l'ensemble d'entre elles, qu'elles aient un statut d'institution bancaire ou non, le régime bancaire qui n'est ni conçu ni adapté à leur situation, ne devant pas pouvoir leur être appliqué.

Emmanuel de Fournoux

BOURSE  
DE L'ENTREPRISE

Une réunion associant tous les acteurs de la Place s'est tenue à Bercy le 13 décembre dernier au cours de laquelle NYSE-Euronext a présenté les grands axes selon lesquels l'entreprise de marché se propose de faire suite aux recommandations du Comité d'Orientation Stratégique (COS) en ce qui concerne la constitution de la Bourse de l'Entreprise (BDE).

Par rapport aux préoccupations qu'elle exprime depuis de nombreux mois, et qui d'ailleurs l'avait conduite à saluer le rapport du COS (cf. *Info AMAFI n° 107*), l'AMAFI estime que différentes précisions importantes doivent encore être apportées pour que le projet soit à la hauteur de l'enjeu que constitue un financement de marché efficace pour les PME et ETI. D'ailleurs, même si NYSE-Euronext a récemment réaffirmé son intention de mener à bien rapidement le projet, l'offre lancée peu avant Noël par ICE sur NYSE est néanmoins de nature à modifier quelque peu certains éléments de contexte : l'intention affichée est en effet de réunir les marchés actions européens et les dérivés hors LIFFE dans une entité ayant vocation à être introduite en bourse à horizon de 18 mois.

Bien évidemment, comme l'a toujours souligné l'Association, le projet BDE est indissociable des mesures réglementaires et fiscales qui sont indispensables pour stimuler la demande des investisseurs, dont notamment la mise en place d'un produit d'épargne en actions spécifiquement dédié au financement des PME et ETI (cf. *News Fiscalité de l'épargne p 6*).

**Emmanuel de Fournoux**

## ■ SÉPARATION BANCAIRE

Le Gouvernement a approuvé mi-décembre le projet de loi de séparation et de régulation des activités bancaires, dont l'examen par l'Assemblée nationale aura lieu mi-février. Dans cette perspective, et alors que la France va en pratique être la première à réaliser la distinction particulièrement délicate entre activités « utiles » et « spéculatives », l'AMAFI a adressé ses observations (*AMAFI/13-03*) à Mme Berger, désignée en qualité de rapporteur par la Commission des finances de l'Assemblée. Au côté de celles qui visent à préciser certains aspects du texte ou à souligner les interrogations qu'il comporte, ces observations portent principalement sur l'assimilation des entreprises d'investissement aux établissements de crédit en matière de résolution : en effet, ni la nature différente des risques, qui résulte de l'activité limitée que mènent ces entreprises, ni les objectifs assignés au dispositif de résolution ne justifient que par principe, une telle assimilation soit opérée. Aussi, l'Association a-t-elle proposé que cette assimilation ne concerne, d'une part, que les entreprises d'investissement faisant partie d'un groupe bancaire lui-même dans le champ, d'autre part, celles dont le total de bilan permettrait de présumer qu'elles mènent des activités, services et opérations susceptibles de porter atteinte à la stabilité financière ou dont la défaillance aurait de graves conséquences pour l'économie.

**Bertrand de Saint Mars, Sylvie Dariosecq**

■ COMMUNICATION  
DES SOCIÉTÉS

Au mois d'octobre dernier, l'AMF a consulté l'AMAFI et les associations d'émetteurs sur un projet de Position concernant la communication des sociétés lors d'opérations ne donnant pas lieu à prospectus. Ce projet ayant soulevé de fortes réserves, un processus de concertation s'est alors engagé avec les services de l'Autorité. Après une réunion qui a permis des échanges constructifs, l'AMAFI a fait part de ses observations sur un projet modifié (*AMAFI/12-65*), observations qu'elle a ensuite complétées pour tenir compte des nouvelles modifications apportées.

L'AMAFI a tenu dans ce cadre à limiter le contenu des informations visées par la Position aux informations devant être fournies au titre de

l'information permanente et privilégiée, à l'exclusion de celles ayant trait à l'offre, puisque précisément les opérations visées par la Position (qu'il s'agisse d'opérations de moins de 5 M€ ou d'opérations de placement privé) ne sont pas assujetties à l'obligation d'établir un prospectus visé par l'AMF. Elle a fait valoir en outre les raisons pour lesquelles elle estime qu'une telle Position ne se justifie pas pour les opérations de placement privé.

**Sylvie Dariosecq, Julien Perrier**

■ QUESTIONNAIRE ACP  
PROTECTION DE LA CLIENTÈLE

L'ACP a publié une instruction (*n° 2012-I-07*) faisant obligation aux établissements de répondre chaque année à un questionnaire relatif aux règles de protection de la clientèle. Elle rend ainsi obligatoire la remise des informations jusqu'alors comprises dans l'annexe au canevas du rapport de contrôle interne, et fixe le format à respecter pour cette remise.

Se pose à cette occasion la question des éléments fondant la capacité de l'ACP à recueillir des données relatives au respect des règles de conduite applicables à la fourniture de services d'investissement, alors qu'il semble s'agir d'une compétence attribuée à l'AMF par le législateur. Dans le prolongement des observations formulées lors de la consultation organisée par l'ACP préalablement à cette publication (*AMAFI/12-57 et 12-61*), l'AMAFI a donc entrepris une démarche auprès de l'Autorité pour clarifier ce point.

**Stéphanie Hubert, Julien Perrier**



## CONFÉRENCE

### RENCONTRES DES PROFESSIONNELS DES MARCHÉS DE LA DETTE ET DU CHANGE

En partenariat avec d'autres associations professionnelles, l'AMAFI a organisé la 4<sup>ème</sup> édition des Rencontres des professionnels des marchés de la dette et du change, le 17 janvier dernier.

Cet événement a réuni plus de 200 participants autour de trois tables rondes : « Les plateformes électroniques : point de passage obligé pour les acteurs ? », « Quels financements de marché pour les PME et ETI ? », et « Peut-on encore investir sans risque ? ».

**Emmanuel de Fournoux**

## FISCALITÉ

### ■ FISCALITÉ DE L'ÉPARGNE – MISSION BERGER-LEFEBVRE

L'AMAFI a rendu publiques fin décembre (AMAFI / 12-64) ses propositions de réorientation de l'épargne vers le financement long des entreprises formulées dans le cadre de la

Mission sur la fiscalité de l'épargne confiée à Mme Berger et M. Lefebvre (cf. *Edito*).

Relevant l'enjeu particulier que représente pour la croissance ce financement long, notamment lorsqu'il a lieu en fonds propres, elle a particulièrement souligné que s'il est évidemment utile de promouvoir l'épargne mobilisée sur la durée, il est avant tout nécessaire d'orienter cette épargne vers les produits permettant un financement long, car une fois l'action ou l'obligation longue souscrite, leur revente même à court terme n'est pas de nature à remettre en cause le financement ainsi obtenu par l'entreprise. L'Association a en conséquence insisté sur l'importance d'un avantage fiscal à l'entrée, sans lequel compte tenu d'une aversion forte au risque des épargnants, il ne pourra y avoir de réallocation significative de l'épargne à la hauteur des enjeux en cause.

S'appuyant sur ces lignes directrices, l'AMAFI propose trois types de mesures :

- Un **PEA PME** destiné à soutenir particulièrement le financement long des PME et ETI, définies comme les entreprises ayant une capitalisation boursière de moins d'un milliard d'euros, en ligne avec le projet de création d'une Bourse de l'Entreprise. Principalement destiné aux actions, ce produit pourrait également accueillir des obligations longues dans la limite d'un tiers de son plafond, fixé à 180 000 euros, c'est-à-dire à condition qu'au moment de leur acquisition, la valorisation des obligations dans le plan ne dépasse pas un tiers de la valorisation totale des actions qui y sont par ailleurs détenues. Ouvert pour une durée de 8 ans minimum, le plan ouvrirait droit à une réduction d'impôt de 20 % à l'entrée pour la partie investie en actions. Les retraits effectués au-delà de 8 ans seraient exonérés de plus-values et de prélèvements sociaux, tandis que les retraits effectués auparavant seraient fiscalisés en fonction de la durée de détention comme dans le PEA existant.

- Un **Plan d'Épargne Retraite Populaire en Actions (PERPA)**, encourageant plus efficacement et de façon plus crédible que les dispositifs actuels un effort d'épargne sur longue durée. Du point de vue fiscal, l'attractivité à l'entrée pourrait résider dans un crédit d'impôt « abondement » du PERPA à hauteur de 20 % des versements

investis en actions ou OPCVM actions. L'attractivité à la sortie pourrait, pour sa part, résider dans un alignement sur les régimes de rentes viagères à titres onéreux, offrant un abattement de 30 % à partir de 70 ans et une exonération des prélèvements sociaux, ceux-ci ayant déjà été prélevés sur le revenu d'origine. Du point de vue de son mécanisme de fonctionnement, s'agissant d'un produit d'investissement sur longue, voire très longue durée, une des conditions de son acceptabilité par les épargnants est la sécurisation du dispositif. Pour ce faire, l'AMAFI estime souhaitable de le placer sous ombrelle publique, en utilisant le dispositif du Fond de Réserve des Retraites (FRR) mis en place par le Gouvernement Jospin.

- Un **Plan d'Épargne pour l'Investissement (PEI)**, investi en majorité en actions (au moins 80 %), présentant des caractéristiques de durée d'investissement similaires à celles de l'assurance-vie en unités de compte et permettant de pallier les défauts de Solvabilité 2. Tous les revenus (dividendes, intérêts...) et plus-values réalisés dans le cadre de ce PEI seraient soumis aux prélèvements sociaux au taux en vigueur (aujourd'hui 15,5 %), mais bénéficieraient d'une imposition forfaitaire dégressive à l'Impôt sur le Revenu, calquée sur celle de l'assurance-vie.

**Eric Vacher**

### ■ LOIS DE FINANCES

Dans un contexte de hausse généralisée des prélèvements, visant plus particulièrement les grandes entreprises et les particuliers jugés les plus aisés, les lois de finances de fin d'année cherchent également à lutter plus efficacement contre l'évasion fiscale. Au total, après une censure significative exercée par le Conseil Constitutionnel, l'ensemble des mesures adoptées devraient se traduire par d'importantes contraintes supplémentaires pesant sur l'économie française et son financement, du fait d'une aggravation de la fiscalité de l'épargne de droit commun.

Toutefois, les enjeux vitaux liés à la restauration de la compétitivité des entreprises françaises sont pris en compte avec l'adoption d'un dispositif d'une ampleur inégalée à destination des entreprises : le Crédit d'Impôt Compétitivité Emploi devrait ainsi constituer un véritable ballon d'oxygène pour l'économie française.

Les principales mesures de ces lois de finances ont été résumées dans un document adressé aux adhérents (AMAFI / 13-04).

**Eric Vacher**

## CONFÉRENCE

**ACTUALITÉ FISCALE  
CONFÉRENCE AMAFI/TAJ,  
17 JANVIER 2013**

L'AMAFI a organisé le 17 janvier dernier, en partenariat avec le cabinet Taj, une conférence sur le thème « *Actualité fiscale et lois de finances 2013 pour les institutions financières : le secteur financier dans l'œil du cyclone* ». L'événement a réuni plus de 100 participants autour de débats portant notamment sur la fiscalité de l'épargne et la taxe sur les transactions financières (TTF).

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

**Eric Vacher**

## TAXE SUR LES TRANSACTIONS FINANCIÈRES (TTF)

## Dispositif national

## Travaux de l'AMAFI

Pour faciliter la mise en œuvre de la TTF, l'Administration a mis en ligne, sur le site [impôts.gouv.fr](http://impôts.gouv.fr), un portail d'informations comportant notamment des indications en langue anglaise à l'usage des opérateurs internationaux intervenant sur valeurs françaises. En outre, faisant notamment suite à des discussions avec l'Association, l'Administration a publié un certain nombre de précisions sur l'application de la taxe au certificat représentatif d'action (CRA), parmi lesquels figurent plus particulièrement les ADR (*American Depositary Receipts*). Elle précise ainsi parmi les opérations sur CRA, celles qui sont soumises à la taxe et celles qui n'y sont pas soumises, comme les opérations de création et les opérations intermédiaires. Elle indique par ailleurs quel est le redevable de la taxe ainsi que les modalités déclaratives et de paiement à observer. Dans ce cadre, et dans le prolongement d'échanges menés avec l'Administration, l'AMAFI attend diverses précisions en ce qui concerne les problématiques de détermination du redevable. Elle a ainsi transmis à la DGT et à la DLF un document exposant les éléments de nature à caractériser le redevable au regard des principaux droits étrangers dont celui-ci peut relever.

**Eric Vacher**

### Traitement de la TTF en présence d'une chaîne d'intermédiaires

Les travaux engagés l'été dernier pour l'établissement de clauses contractuelles ont été repris à la fin de l'année, une fois les textes stabilisés. L'objectif est de sécuriser les relations entre les différents maillons d'une chaîne d'opérateurs

pouvant avoir la qualité de redevable au sens des textes applicables. Menés au sein d'un groupe de travail dédié réunissant juristes et fiscalistes, ils viennent de donner lieu à la publication d'une Convention type AMAFI pour le traitement de la TTF en présence d'une chaîne d'intermédiaires (AMAFI / 13-05).

**S. Dariosecq, E. Vacher, E. de Fournoux**

### Projet de TTF européenne

Après que la Commission européenne ait validé, le 23 octobre 2012, le cadre juridique d'une TTF européenne selon la procédure de coopération renforcée, la mise en place de cette procédure a été approuvée par le Parlement européen le 12 décembre dernier, et autorisée par le Conseil le 22 janvier 2013. Il revient désormais à la Commission de publier une proposition de texte et aux Etats membres appartenant à la coopération renforcée d'adopter, à l'unanimité, un dispositif de TTF européenne.

Les contours de ce dernier restent toutefois très incertains, notamment sur son principe d'application territoriale et son périmètre de transactions taxables, alors même que l'agenda de la Commission envisage toujours une entrée en vigueur au 1<sup>er</sup> janvier 2014. L'Association reste particulièrement mobilisée sur ce dossier compte tenu des risques de suppression d'activités qui résulteraient de distorsions concurrentielles à l'encontre des acteurs placés dans la zone géographique de coopération, mais aussi des risques économiques sous-jacents, beaucoup plus graves, qui conduiraient à priver la zone européenne continentale d'une capacité et d'une autonomie de financement des besoins de ses entreprises.

**Eric Vacher**

## OBSERVATOIRE DES MÉTIERS 2011

Institué par la Convention collective, l'Observatoire des métiers a pour objet d'examiner les évolutions quantitatives et qualitatives de l'emploi dans la profession. La réunion de l'Observatoire qui s'est tenue le 17 décembre 2012 a permis l'examen des informations recueillies auprès des entreprises adhérentes au titre de l'exercice 2011. Les chiffres de 2011 concernent notamment l'âge, l'ancienneté moyenne du personnel, le niveau de féminisation de la branche et le niveau de qualification :

■ **Ancienneté** : on constate une légère augmentation de l'ancienneté du personnel (53,13% de salariés ont moins de 5 ans d'ancienneté en 2011 contre 60,05% en 2010 et 35,5% ont entre 5 et 14 ans d'ancienneté contre 29,76% en 2010), la seule tranche d'ancienneté montrant une très légère diminution étant celle des 35 ans et plus (0,27% en 2010 contre 0,23% en 2011). Sur une période de 11 ans, entre 2000 et 2011, l'ancienneté des salariés tend à augmenter, notamment dans les tranches allant de 5 à 24 ans d'ancienneté.

**Ancienneté moyenne en 2011 : 6,5 ans (contre 6 ans en 2010).**

■ **Age** : la répartition entre les tranches d'âge entre 2010 et 2011 fait apparaître une inversion de tendance. En effet, il est constaté une diminution de la part de la population de la branche ayant moins de 30 ans (24,78% en 2011 contre 28,60% en 2010) et une augmentation de celle des tranches des 30-39 ans (39,39 % en 2011 contre 37,85 % en 2010) et des 40-49 ans (26,28 % en 2011 contre 23,85 % en 2010). Par ailleurs, la tranche des plus de 50 ans est en légère diminution en 2011, alors qu'une augmentation régulière avait été constatée les 3 années précédentes. Sur une période de 11 ans, entre 2000 et 2011, on constate un vieillissement global de la branche, la part des tranches les plus jeunes ayant diminuée et celle des plus de 40 ans ayant augmentée, passant d'environ un quart des effectifs en 2000 à plus d'un tiers en 2011.

**Age moyen en 2011 : 37,5 ans (contre 36,5 ans en 2010).**

■ **Niveau de féminisation de la branche** : on constate une stabilisation du nombre de femmes travaillant dans la branche, observé depuis 2006, autour de 37 à 38% des effectifs, même si les embauches ne permettent pas, pour l'instant, de rééquilibrer davantage la répartition des effectifs entre les sexes, les candidatures aux postes proposés par les entreprises étant aujourd'hui encore largement masculines.

■ **Niveau de qualification** : on constate une légère augmentation des effectifs cadres (représentant 79% des effectifs totaux de la profession contre 75 % ces dernières années), les salariés de catégorie III.A représentant à eux seuls 68% des effectifs.

**Alexandra Lemay-Coulon**

# ZOOM AMAFI

## NOUVEAUX ADHÉRENTS

■ **Alpha Commodities**, entreprise d'investissement ayant pour principales activités la réception-transmission d'ordres et le conseil en investissement, notamment auprès de producteurs et d'acheteurs de matières premières et de professionnels agricoles. Ses dirigeants sont M. Renaud de Kerpoisson (Président) et M. Marc Lacroix (Directeur Général).

■ **La Compagnie Financière Edmond de Rothschild Banque**, établissement de crédit ayant des activités de banque privée et de gestion d'actifs, ainsi que des activités de marché pour le compte de ses clients privés et de ses filiales de gestion d'actifs. Ses principaux dirigeants sont M. Marc Samuel (Président du directoire) et M. Marc Lévy (Directeur Général et membre du directoire).

■ **Nexo Capital**, entreprise d'investissement dont les principales activités sont la réception-transmission d'ordres et le conseil en investissement sur actions, obligations, dérivés et OPC pour une clientèle institutionnelle. Ses dirigeants sont M. Nicolas Catalan (Président), M. Sébastien Bianco (Directeur Général) et M. Alexis Valroff (Directeur Général délégué).

■ **OFI Investment Solutions**, entreprise ayant pour principale activité la réception-transmission d'ordres pour le compte de tiers, portant sur l'ensemble des instruments financiers, l'exécution d'ordres pour compte de tiers portant sur les titres de créances et les instruments financiers à terme, et le conseil en investissement sur les titres de créances, les parts ou actions d'OPC et les instruments financiers à terme. Ses dirigeants sont M. Jean-Luc Malafosse (Président) et M. Mickaël Fay (Directeur Général).

■ **ProRealTime**, entreprise d'investissement dont les principales activités sont la réception-transmission d'ordres pour le compte de tiers, et le développement et la commercialisation de sites internet et de logiciels informatiques. Ses dirigeants sont M. Arnaud Trepant-Marti (Président) et M. Damien Adant (Directeur Général).

## ÉQUIPE

**Alexandra Lemay-Coulon**, précédemment Responsable des Affaires sociales et de l'Administration, a été nommée Directeur des Affaires sociales et de l'Administration à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2013.

## NOMINATION

**Sylvie Dariosecq**, Directrice des Affaires juridiques de l'AMAFI, vient d'être nommée, au titre des représentants des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, comme membre de la Commission d'immatriculation au Registre unique des intermédiaires du secteur financier géré par l'ORIAS. Mis en place le 15 janvier 2013, ce Registre compte plusieurs représentants, nommés par arrêté, de chacune des professions concernées.

## NOUVEAU COMITÉ

### STRUCTURE DE MARCHÉ

L'AMAFI a créé un nouveau Comité permanent dédié aux dossiers relatifs à l'organisation et la structure des marchés actions. Présidé par Stéphane Giordano, Président de SG Securities, le Comité oriente ses premiers travaux sur les questions liées à la tenue de marché d'une part, à la révision de la directive MIF d'autre part.

**Emmanuel de Fournoux**

## ACTIVITÉS

### AMAFI

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

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

**28** Notes d'analyse / d'information

**11** Conférences et événements AMAFI

**3** Normes professionnelles

**2** Bonnes pratiques professionnelles

## 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 Donnadiou**  
01 53 83 00 86 - vdonnadiou@amafi.fr
- **Emmanuel de Fournoux**  
01 53 83 00 78 - edefournoux@amafi.fr
- **Stéphanie Hubert**  
01 53 83 00 87 - shubert@amafi.fr
- **Alexandra Lemay-Coulon**  
01 53 83 00 71 - alemaycoulon@amafi.fr
- **Julien Perrier**  
01 53 83 00 76 - jperrier@amafi.fr
- **Bertrand de Saint Mars**  
01 53 83 00 92 - bdesaintmars@amafi.fr
- **Eric Vacher**  
01 53 83 00 82 - evacher@amafi.fr

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

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

Directeur de publication : **Bertrand de Saint Mars**  
Rédacteur en chef : **Philippe Bouyoux**  
Rédaction dossier : **Olivia Dufour**  
Création et Maquette : **Sabine Charrier**  
Imprimeur : **PDI** - N° ISSN : 1761-7863