

# PARIS SE RÊVE CENTRE EUROPÉEN DU CAPITAL- RISQUE



**EDITO** *L'analyse financière constitue un enjeu important pour les entreprises qui lèvent des ressources sur le marché financier. Facteur essentiel de l'intérêt des investisseurs, elle a un rôle crucial pour stimuler les échanges, et ainsi abaisser le coût du capital des émetteurs. C'est bien pour cela que sur la Place de Paris, depuis des années, pouvoirs publics et AMF cherchent le moyen de développer la production d'analyses financières sur les PME et ETI où elle est souvent insuffisante. D'ailleurs, les services de la Commission européenne eux-mêmes, dans le document de travail accompagnant le Livre vert sur l'Union des marchés de capitaux (UMC), identifient comme une difficulté devant être traitée le fait qu'il y ait beaucoup moins d'analyses financières disponibles sur les PME et ETI que sur les grandes valeurs. C'est d'autant plus important que l'accès des PME et ETI aux financements de marché est un des sujets essentiels de l'UMC.*

*Et pourtant, c'est le moment même où la Commission européenne envisage, sur la base de propositions formulées par l'AEMF, d'affecter sensiblement la viabilité économique d'une activité déjà fragilisée par la crise. Très contestées par l'ensemble de l'industrie, ces propositions imposeront des contraintes lourdes aux sociétés de gestion de portefeuilles qui acquièrent de l'analyse financière auprès d'intermédiaires de marché, avec à la clé une nouvelle réduction des capacités existantes, les PME et ETI étant les premières concernées (AMAFI / 15-10).*

*S'il y a certainement des préoccupations de régulation à prendre en compte, il n'est pour autant pas possible de méconnaître les réalités économiques : plus que jamais, le besoin de croissance rend nécessaire l'accès fluide des entreprises aux financements de marché, et particulièrement des PME et ETI. Il est donc essentiel de ramener à un niveau raisonnable les propositions de la Commission et de l'AEMF. C'est en ce sens que l'AMAFI, avec ses homologues européens, travaille depuis de nombreuses semaines.*

**Pierre de Lauzun**

Délégué général de l'AMAFI

## SOMMAIRE

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

**Aux Etats-Unis, le capital-risque gère 200 milliards de dollars, soit ... 30 fois plus qu'en France. Pourtant, c'est bien lui qui finance l'innovation, donc l'avenir. Et si l'on changeait tout ça ?**

# PARIS SE RÊVE CENTRE EUROPÉEN DU CAPITAL-RISQUE

Le 15 septembre dernier, à l'issue des Assises du financement qui se tenaient à l'Élysée, le Président François Hollande a fait part dans son discours de clôture de sa volonté de redéployer au sein des 200 milliards d'euros détenus par les caisses de retraite complémentaire au moins 5 milliards d'euros vers les PME-ETI. Le président de la République a demandé à René Ricol de définir les adaptations au cadre réglementaire permettant aux caisses de retraite complémentaire d'allouer une partie de leurs investissements au capital-risque. Il s'agit évidemment d'apporter des éléments de réponse à cette question obsédante depuis la crise de 2008 : sur fond de contraction de la capacité des banques à prêter aux entreprises et sachant que l'Etat est trop endetté pour être un recours envisageable, comment trouver de nouvelles sources de financement pour soutenir les entreprises et relancer la croissance ? En réalité, c'est une véritable révolution culturelle qu'il s'agit d'accomplir puisqu'en Europe le financement des entreprises est issu à 75% du monde bancaire contre 25% sur les marchés, une proportion exactement inverse à celle qui a cours aux Etats-Unis. Il va donc falloir basculer du crédit bancaire au financement désintermédié, type marchés financiers, capital-risque et autre. Précisément, sur fond de quête de relais de croissance en Europe pour sortir de la crise, le capital-risque est une des pistes privilégiées.



## Le capital-risque à la peine

Le capital-risque (ou *venture capital* en anglais) fait partie du capital investissement, autrement dit de l'ensemble des métiers

consistant à prendre des participations, majoritaires ou minoritaires, dans le capital de petites et moyennes entreprises. C'est la phase de démarrage et les premières phases du développement de l'entreprise qui sont financées par le capital-risque. Il sert ainsi à lancer nombre de *start-up* prometteuses, notamment dans les nouvelles technologies et les biotechnologies. Bref, il finance l'innovation, donc les champions de demain. Problème, le capital-risque est très peu développé en France et en Europe. Il pèse 200 milliards aux Etats-Unis contre 6 à 8 milliards en France ! En 2014, sur une collecte totale au niveau mondial de 45 milliards de dollars au titre du capital-risque, les fonds américains ont investi à eux seuls 40 milliards dans les futurs champions de l'économie. Pas étonnant que 50 000 français soient partis aux Etats-Unis développer leur projet.

Dans son panorama de l'entrepreneuriat 2014, l'OCDE souligne l'importance du capital-risque « *le capital-risque est une forme de capital investissement (c'est-à-dire des fonds propres fournis à des entreprises non cotées en bourse) particulièrement important pour les jeunes entreprises présentant un potentiel d'innovation et de croissance. Il remplace ou complète les financements bancaires classiques et est donc un important déterminant de l'entrepreneuriat* ». Or, sur 69 *start-up* valorisées plus de 1 milliard de dollars, 49 sont américaines contre 5 européennes (et 8 chinoises, 4 indiennes). L'exemple israélien montre qu'un petit pays de 8 millions d'habitants peut devenir un grand acteur du capital-risque s'il s'en donne les moyens. Ce pays en effet investit plus que la France, l'Allemagne, la Corée et les pays nordiques.

C'est le résultat d'une politique destinée à attirer les grands fonds internationaux lancée en 1993. Résultat, près de 300 fonds sont installés sur place et les israéliens ont créé 10% des sociétés fondées par des étrangers cotées sur le Nasdaq.



## Créer maintenant les champions de demain

En France, ce modèle fait rêver les professionnels du capital-risque qui entendent bien faire de Paris la future capitale européenne en ce domaine. « *Il faut créer un écosystème, accompagner l'offre et la demande. Les PME sont habituées à aller chercher un prêt chez leur banquier, demain elles continueront ainsi et leur banquier titrisera cette créance ou bien elles iront faire appel à un professionnel du capital-risque pour obtenir leur financement. Il faut former la demande, autoriser l'offre, assortir le tout d'un accompagnement fiscal et réglementaire incitatif* » estime Christian Dargnat, président de l'EFAMA (*European Funds and Asset Management Association*). L'argent est là, prêt à financer les géants de demain, le tout est de parvenir à le mobiliser. « *L'EFAMA a réalisé une enquête sur la composition du patrimoine européen, il en ressort que 43% de la richesse est en cash. Cela représente un potentiel de financement fabuleux si l'on parvient à orienter tout ou partie de cette richesse vers le financement moyen-long terme des entreprises. Pour l'instant, 80% de l'épargne en Europe sert à combler les déficits publics. En France, l'épargne est bloquée dans les assurances-vie et les produits d'épargne réglementés. C'est d'autant plus absurde que les rendements n'ont jamais été si bas* ». Créer cet écosystème



**PHILIPPE TIBI**  
PRÉSIDENT DE PERGAMON CAMPUS  
PROFESSEUR DE FINANCE À L'ÉCOLE  
POLYTECHNIQUE ET À SCIENCES PO  
ADMINISTRATEUR DE L'AMAFI

### Quel est l'intérêt de développer le capital-risque aujourd'hui en France ?

On ne peut pas créer d'entreprises mondiales sans capital. Pour preuve, le 3<sup>ème</sup> tour de financement des entreprises qui nourrissent cette ambition (comme Criteo ou Blablacar en France) est de l'ordre de 100 millions de dollars. Un montant normalement à la portée de l'épargne européenne, mais systématiquement financé en grande majorité par des fonds américains. Et pour cause, aux États-Unis, le capital-risque a financé les entreprises pour 40 milliards de dollars en 2014, l'ordre de grandeur en France est le milliard. Pour changer la donne, il faut développer une ambition et un financement. L'ambition est de compter des entreprises mondiales sur notre territoire. Il faut acter que ceci n'aura pas lieu sans apport de capital. Il faut donc très significativement augmenter notre force de frappe et affecter les capitaux aptes à supporter ce type de risque. Ceci ne doit pas être réalisé en ouvrant des guichets supplémentaires et en construisant des cathédrales. Il faut plus simplement enlever des verrous réglementaires (par exemple en augmentant la capacité des caisses de retraite complémentaires à investir dans le capital-risque) et imposer des allocations d'actifs rationnelles et des regroupements qui orienteront cette épargne vers le capital-risque. Ce sujet est dans le périmètre de la mission confiée à René Ricol par le Chef de l'État. On pourrait ainsi dégager 5 milliards d'euros, soit le double de ce qui est mobilisé aujourd'hui\*.

### Pourquoi faire appel aux américains ?

Nous proposons en effet de lancer des appels d'offres en vue de sélectionner les meilleurs fonds de capital-risque. Cette spécialité suppose une expérience et un savoir-faire qui ne s'improvisent pas. Quelques fonds européens et de nombreux fonds américains se situent au meilleur niveau mondial. Le résultat d'un appel d'offre tiendra compte de cette réalité. Mais notre but est bien de développer une filière européenne par deux moyens : d'abord les fonds américains retenus co-investiront évidemment avec les fonds français et transmettront leur savoir-faire. Ensuite parce que nous devons demander à ces acteurs de s'établir et de recruter en France. Nous avons d'excellentes universités, des compétences scientifiques reconnues, il ne nous manque que les capitaux pour que les entreprises se créent et se développent en France au lieu de voir nos talents s'exporter. N'oublions pas que 50 000 français sont installés en Californie. Parmi eux, de nombreux créateurs d'entreprises peu connus en France...

### Pourquoi le capital-risque est-il si peu développé en France ?

C'est une question d'histoire et de culture. L'économie française a été bâtie avec les entreprises publiques et le capitalisme familial (Peugeot, LVMH, Pernod-Ricard, Bouygues...). La moyenne d'âge du CAC 40, c'est 100 ans, celle du GAFAM (Google, Apple, Facebook, Amazon), dont la capitalisation est sensiblement identique, c'est 15 ans. Le problème c'est qu'aujourd'hui le marché est mondial et l'innovation s'accélère. Des capitaux sont nécessaires. L'État et les familles ont des difficultés pour suivre ce changement d'échelle capitalistique. Il faut d'autres sources de financement, du capital, pour développer nos entreprises. La guerre économique se joue sur ce terrain, aussi.

\* Voir Tribune « Faire de Paris le centre du capital-risque en Europe », Les Echos, 16 février 2015.

suppose notamment d'inciter les grands fonds américains qui ont les moyens et le savoir-faire nécessaires, à s'installer à Paris. Le capital-risque est d'autant plus pertinent à notre époque que les défis posés à l'entreprise ont profondément changé. « *L'économie est dans une phase de transition liée au numérique qui impose d'être d'entrée de jeu compétitif au niveau mondial et d'innover sur un rythme accéléré. Ces contraintes là ne se financent pas par la dette, c'est trop risqué, mais par un renforcement des capitaux propres. D'où la nécessité de pouvoir faire appel au capital-risque* », analyse Marie Ekeland, co-fondatrice de Daphni & Co et Présidente de France Digitale. C'est une raison, ce n'est pas la seule. Pour cette spécialiste du capital-risque qui a eu le nez, chez Elaia Partners de soutenir Criteo, la plus belle introduction du Nasdaq, le capital-risque c'est aussi le financement le plus adapté au contexte économique actuel. « *La crise a rebattu les cartes, ce qui permet à de petits acteurs de devenir les nouveaux leaders mondiaux d'un secteur, comme l'a fait Uber dans le transport, ou encore Blablacar et Criteo. C'est le moment de créer les champions de demain et ça, c'est le métier des professionnels du capital-risque que de les identifier et les accompagner* ».

Cette révolution économique et culturelle qui est en train de se jouer en Europe pour sortir de la crise n'est pas seulement une question de reprise économique. « *Il faut financer l'innovation, pour développer les entreprises et booster la croissance, mais pas seulement. Nous sommes confrontés aujourd'hui à des défis énormes par exemple sécuriser le marché européen de l'énergie, la guerre en Ukraine montre l'urgence d'agir sur ce terrain, souligne Christian Dargnat. De même, il y a beaucoup de projets à développer avec la rive sud de la méditerranée et l'on voit bien que derrière le développement économique se cachent des enjeux géopolitiques majeurs, développer le commerce, c'est pacifier les relations entre pays* ».

**Olivia Dufour**

## ■ UNION DES MARCHÉS DE CAPITAUX

La Commission européenne a publié le 18 février dernier, pour consultation, un Livre

vert intitulé « *Construire l'Union des marchés de capitaux (UMC)* ». Le but est d'identifier les actions à mener afin d'atteindre les objectifs suivants :

- Améliorer l'accès au financement pour les projets d'affaires et d'infrastructures en Europe.
- Aider les petites et moyennes entreprises à se financer aussi aisément que les grandes entreprises.
- Créer un marché unique pour les capitaux en éliminant les barrières aux investissements transfrontaliers.
- Diversifier les sources de financement de l'économie et réduire le coût du capital.

Le Livre vert avance, pour ce faire, un certain nombre de principes clefs qui devraient présider à l'UMC. Il identifie par ailleurs certains domaines où des progrès peuvent être accomplis tout en apportant de réels bénéfices comme, d'une part, la mise en œuvre du programme européen de fonds de financement à long terme, d'une titrisation de haute qualité ou d'une information de crédit sur les PME-ETI standardisée, d'autre part, le développement du placement privé et la révision de la directive Prospectus. D'ailleurs, en parallèle, un projet de révision de la directive Prospectus ainsi qu'un document concernant la titrisation sont également soumis à consultation. L'AMAFI poursuit les réflexions engagées à la fin de l'année dernière (AMAFI / 15-19) afin d'apporter sa contribution à ces travaux qui, d'une façon assez remarquable depuis le déclenchement de la crise financière, envisagent le marché sous un angle positif.

**Véronique Donnadiou**

## ■ MIF 2

L'AEMF a publié le 19 décembre dernier, pour consultation, ses projets de standards techniques pour la mise en œuvre du dispositif MIF 2. Les thèmes abordés dans ce document avaient fait l'objet d'une première consultation à travers un document de discussion émis par l'Autorité le 22 mai dernier (AMAFI / 14-29).

Dans ce cadre, l'AMAFI a concentré son analyse sur les points suivants (AMAFI / 15-17) :

- Le calibrage du nouveau régime de transparence sur le *non-equity*, très contestable en l'état des propositions, et notamment en ce qui concerne la définition des marchés liquides pour chaque classe ou sous-classe d'instruments. En effet, sans considération des enjeux de bon fonctionnement des marchés, l'approche retenue conduit à qualifier de liquides un grand nombre d'instruments reconnus par l'Autorité elle-même comme n'étant pas liquides. Il est donc important que l'AEMF révise le niveau de ses seuils afin de faire diminuer significativement le nombre de « faux positifs », c'est-à-dire d'instruments classés comme liquides alors qu'ils ne le sont pas. Afin de pouvoir expertiser plus finement les propositions avancées par l'AEMF et d'être en mesure d'émettre des contre-propositions réalistes, l'AMAFI a adressé au Commissaire européen en charge du secteur financier, Jonathan Hill, une lettre cosignée avec ses homologues allemand, danois, espagnol, italien et suédois, pour avoir accès aux données utilisées par le superviseur européen dans ses exercices chiffrés.
- Les nombreuses obligations relatives à la meilleure exécution, disproportionnées, avec l'introduction de nombreux champs nouveaux qui apportent une information dont l'utilité n'est pas démontrée et le traitement coûteux.
- Les obligations de *reporting* au régulateur, dont la lourdeur induit sur les systèmes informatiques des établissements des impacts excessifs par rapport aux objectifs.
- Les obligations applicables à la négociation électronique, particulièrement détaillées et rigoureuses, dont beaucoup sont inadaptées à la réalité pratique et qui, par ailleurs, traitent

également de la prévention des abus de marché et de l'obligation d'identifier les clients (*Know your client*), de manière discordante par rapport aux réglementations spécifiques qui encadrent ces deux sujets.

- Pour les marchés de dérivés dont le sous-jacent est une matière première, d'une part, la définition de la notion d'activité accessoire, qui détermine le champ d'application du cadre MIF pour les acteurs non financiers de ces marchés et, d'autre part, le mécanisme de limites et de déclaration de position.

A l'issue de cette consultation, les projets de normes techniques de réglementation (RTS - *Regulatory Technical Standards*) et les projets de normes techniques d'exécution (ITS - *Implementing Technical Standards*) seront communiqués par l'AEMF à la Commission européenne, respectivement avant le 3 juillet 2015 et le 3 janvier 2016.

Par ailleurs, l'AMAFI critique l'approche retenue dans plusieurs des avis techniques adressés par l'AEMF à la Commission le 19 décembre et à partir desquels cette dernière doit rédiger dans le courant de l'année des actes délégués. L'AMAFI a identifié ses principaux points d'attention dans un document communiqué aux députés européens en janvier (AMAFI / 15-05), à savoir le mode de rémunération de l'analyse financière, la définition du trading haute fréquence en relation avec la tenue de marché, la gouvernance produits ainsi que les informations aux clients sur les coûts et charges. Toutefois, c'est la question du financement de l'analyse financière qui apparaît la plus cruciale et sur laquelle l'AMAFI a concentré ses efforts. Elle a ainsi adressé avec ses homologues allemands, danois et italiens un document aux autorités européennes qui souligne les enjeux de cette question (*cf. Edito*). La proposition de l'AEMF doit en l'état être rejetée, et remplacée par une approche réaliste, fondée sur une transparence renforcée et la publication des coûts de l'analyse financière (AMAFI / 15-10).

**Véronique Donnadiou,  
Emmanuel de Fournoux,  
Stéphanie Hubert, Victor Maurin**

## ■ DISCIPLINE DE MARCHÉ

L'AMAFI a répondu le 19 février (AMAFI / 15-14) au document de consultation de l'AEMF sur les standards techniques du Règlement sur les dépositaires centraux de titre (CSDR), en liaison avec l'AFTI. L'Association a réitéré son souhait que le régime de pénalité soit effectif dans un délai compatible avec la mise en œuvre du système *Target 2 Securities (T2S)*, prévue début 2018.

Par ailleurs, le régime proposé par l'AEMF, fondé sur des pénalités assises sur des positions brutes, n'est pas satisfaisant parce qu'il ne prend pas suffisamment en compte le fait que le système de règlement-livraison fonctionne en grande partie sur des positions nettes. Enfin, le mécanisme de rachat (*bail-in*) ne semble pas opérant, faute de définition claire de ce que doit comprendre ce type de procédures.

**Emmanuel de Fournoux,  
Victor Maurin**

## ■ INDICES DE RÉFÉRENCE

Le 13 février dernier, le Comité des représentants permanents des Etats au Conseil (Coreper) a approuvé la proposition de projet de règlement présentée par la présidence lettone. De son côté, la Commission des Affaires économiques et monétaires (Commission ECON) du Parlement européen devrait se prononcer prochainement sur un projet de texte, sur la base du projet de rapport de la Rapporteuse Cora van Nieuwenhuizen. Le trilogue pourra alors commencer.

S'agissant plus particulièrement des indices maison des établissements, point de préoccupation principal de l'AMAFI sur ce texte, le projet de la rapporteure se démarque de l'approche retenue par le Conseil dans la mesure où il apporte une souplesse bienvenue en ce qui concerne les exigences applicables à ces indices non-critiques. L'AMAFI suivra donc avec attention l'évolution du trilogue.

**Stéphanie Hubert**

## ■ PRIIPS

Le Comité mixte des autorités de surveillance européennes a publié les mesures de niveau 2 du règlement PRIIPS (Produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance). Ces mesures concernent le contenu du document d'informations clés qui devra être remis aux clients non professionnels investissant dans ces instruments : produits structurés, dérivés, obligations convertibles, contrats d'assurance en unités de compte et, à terme, fonds UCITS et AIFM.

L'AMAFI a particulièrement mis en avant le besoin de solutions industrialisables au regard du nombre sans précédent d'instruments financiers concernés (AMAFI / 15-12). Elle a également contesté l'inclusion dans le champ du règlement des obligations convertibles et de certains types de dérivés. Par ailleurs, elle a alerté le Comité mixte sur le calendrier de publication des mesures de niveau 2, qui ne permettra pas une mise en œuvre adéquate, et sur la nécessité de prévoir en conséquence une période de transition. Une nouvelle consultation, plus technique, sera lancée au printemps et une proposition de mesures techniques sera publiée à l'automne.

L'Association participe également aux réunions de Place organisées par les autorités afin que les différents acteurs concernés s'accordent sur une approche commune. Dans ce cadre, l'AMAFI continue à promouvoir une méthodologie de calcul de l'indicateur de risque (AMAFI / 15-11) applicable à tous les produits dans le champ de PRIIPS, fournissant une information utile à l'investisseur et aisément reproductible pour faciliter sa mise en œuvre et son contrôle.

**Stéphanie Hubert et Julien Perrier**

## ■ RÉMUNÉRATIONS

L'Autorité Bancaire Européenne (ABE) a rendu public son projet de lignes directrices relatives aux dispositions sur les rémunérations de la CRD4. Cette publication est issue de la révision des lignes directrices du *Committee of European Banking Supervisors* (CEBS) datant de 2010, à partir desquelles les établissements ainsi que les autorités ont interprété les modalités de mise en œuvre pratique du principe de proportionnalité. L'ABE, dans son projet, remet de fait en cause l'interprétation menée par le CEBS jusqu'à

puisqu'elle indique que le principe de proportionnalité ne peut pas aboutir à ne pas appliquer les mesures de structuration de la rémunération de la CRD4 (différé, paiement en instruments, plafonnement du variable et malus notamment), et ce y compris aux établissements de plus petite taille ou non complexes. Elle en déduit que les seuils minimaux en la matière prévue par la CRD4 doivent au moins être appliqués. Par ailleurs, le projet de lignes directrices explicite les critères permettant de distinguer les rémunérations fixes et variables, considérant qu'il n'existe pas d'autre catégorie de rémunération (telle que les primes de poste que certains établissements ont pu mettre en œuvre). Consciente de l'impact potentiel de ses lignes directrices, l'ABE sollicite particulièrement l'avis des parties prenantes sur leurs conséquences sur les établissements non complexes et de petite taille. Dans ce contexte, l'AMAFI prépare sa réponse afin notamment de mettre en avant la nécessité de maintenir une véritable approche proportionnée pour les PME de l'industrie financière, au risque sinon de renforcer encore la concentration du secteur.

**Stéphanie Hubert**



### RÉUNION EFSA PARIS, 11-12 MARS 2015

L'EFSA, *European Forum of Securities Associations* regroupe les associations représentatives des acteurs de marché en Allemagne, au Danemark, en Espagne, en France, en Italie, en Pologne, au Royaume-Uni et en Suède. La réunion des 11 et 12 mars 2015, accueillie à Paris par l'AMAFI, a permis des échanges sur les nombreux sujets d'actualité.

Parmi ceux-ci, une attention toute particulière a été accordée aux initiatives communes prises dans le cadre des travaux liés à l'élaboration des mesures de niveau 2 des textes MIF 2. Mais les discussions ont également été alimentées par le projet de taxe européenne sur les transactions financières et les problématiques spécifiques à la tenue de marché qui lui sont attachées ainsi que par le projet d'Union des marchés de capitaux.

**Véronique Donnadieu**

## ■ DÉRIVÉS SUR MATIÈRES PREMIÈRES AGRICOLES

La loi de séparation et de régulation des activités bancaires du 27 juillet 2013 prévoit la mise en

œuvre, par l'AMF, d'un système de limites de position sur instruments financiers dont le sous-jacent est une matière première agricole. Elle prévoit par ailleurs, sous certaines modalités, la déclaration et la publication de ces positions. Pour la mise en œuvre de ce dispositif applicable à partir du 1er juillet 2015, l'AMF a lancé fin décembre 2014 une consultation portant sur une proposition de modification de règlement général, ainsi que sur un projet d'instruction. Au-delà des propositions rédactionnelles qu'elle a formulées, l'Association a tenu à souligner plusieurs éléments (AMAFI / 15-15) :

- L'importance de prendre toute la mesure du contexte européen et concurrentiel dans lequel ce dispositif va s'insérer en anticipation en France.
- La nécessité de clarifier le champ d'application quant aux personnes soumises au dispositif ainsi que le canal de déclaration.
- L'importance de la flexibilité dans les modalités de révision des limites.
- La nécessité de revoir certaines limites proposées.

**Véronique Donnadiou**

## ■ ABUS DE MARCHÉ

### Réunion avec l'AMF

A l'initiative de l'AMAFI, une réunion d'échanges a été organisée le 4 mars dernier avec des représentants des directions de la surveillance et du suivi de l'AMF. L'objectif principal de cette réunion, axée sur la question de la détection des abus de marché, était de permettre un échange sur les cas et signaux d'abus de marché récemment identifiés par le régulateur, ainsi que sur ses attentes à l'égard des établissements financiers. Ainsi, après avoir rappelé le fonctionnement et les missions de la Surveillance des marchés au sein de l'AMF, les représentants de l'Autorité ont présenté les évolutions intervenues au cours de ces dernières années en matière de surveillance des marchés, du fait notamment de l'importance croissante des dérivés et du développement du *trading* haute fréquence. Ils ont également présenté le travail de pédagogie mené par l'AMF auprès des professionnels sur les obligations des PSI en matière de détection d'abus de marché, notamment dans le cadre de la formation des RCSI qui a permis de sensibiliser les intéressés sur l'importance de la déclaration des opérations suspectes, ou encore par l'envoi de courriers aux PSI lors de l'identification d'opérations suspectes non déclarées afin d'attirer leur attention sur leurs obligations réglementaires.

Par ailleurs, des discussions sont également intervenues à cette occasion sur les attentes de l'AMF concernant la mise en application

de nouveaux concepts en matière d'abus de marché issus de la loi de séparation et de régulation des activités bancaires, pour lesquels plusieurs incertitudes demeurent, tels que les notions de tentative de manipulation de marché et d'informations privilégiées sur indices.

### Actualisation du Guide AMAFI-FBF

Le Comité conformité, assisté de son Groupe Abus de marché, a achevé l'actualisation du Guide AMAFI-FBF de mise en œuvre des procédures de déclaration de soupçon Abus de marché dont la dernière révision datait d'avril 2012. Cette actualisation vise notamment à prendre en compte les nombreux changements législatifs et réglementaires intervenus au cours des deux dernières années, ainsi que les évolutions des pratiques des établissements et les enseignements tirés des discussions avec les services de l'AMF. Les modifications portent notamment sur l'extension du champ des abus de marché aux indices de référence et à l'ensemble des tentatives mais concernent aussi des précisions apportées au dispositif de surveillance ainsi que l'ajout d'exemples de cas de déclaration de soupçon.

Une nouvelle actualisation sera rendue nécessaire une fois entrées en vigueur, le 3 juillet 2016, le règlement et la directive Abus de marché.

**Stéphanie Hubert et Julien Perrier**

## ■ PREMIÈRES RENCONTRES EURO PP, 13 MARS 2015

Après la publication en début d'année des modèles de contrats pour les formats prêt et obligataire (disponibles sur le site de l'AMAFI et sur le site dédié Euro PP : [www.euro-privateplacement.com](http://www.euro-privateplacement.com)), qui elle-même faisait suite à la publication en 2014 de la Charte Euro PP, les 1<sup>ères</sup> Rencontres Euro PP se sont déroulées le 13 mars dernier. Réunissant plus de 400 participants, ces Rencontres ont constitué la première grande manifestation dédiée au marché du placement privé, organisée par les dix associations de Place qui ont soutenu la Charte et les pouvoirs publics (Direction du Trésor, Banque de

France et Chambre de Commerce et d'Industrie de Paris Ile-de-France).

A cette occasion, les participants, issus de toutes les catégories d'acteurs intervenant sur ce marché, ont pu confronter leurs expériences et points de vue dans le cadre de divers ateliers et tables rondes et évoquer ensemble les perspectives européennes de ce marché en plein développement. L'évènement a été clôturé par le Gouverneur de la Banque de France. Le Comité de Pilotage doit se réunir prochainement pour décider des prochaines actions à mettre en œuvre pour continuer à



Romain Baltz

favoriser l'expansion de ce marché en France et à l'international. Parmi elles, la volonté a déjà été affirmée de pérenniser les Rencontres Euro PP, avec une prochaine édition en 2016, capitalisant sur le succès de la première édition.

**Sylvie Dariosecq**

## MANDATS DE GESTION PROGRAMMÉE

Le groupe de travail qui s'est réuni pour examiner les difficultés opérationnelles rencontrées dans la mise en œuvre de ces mandats (cf. *Info AMAFI* n° 118) s'attache à formuler des propositions d'amélioration concernant la Recommandation AMF n° 2010-07 : « *Guide relatif à la prévention des manquements d'initiés imputables aux dirigeants de société* ».

Tout en tenant compte des préoccupations de régulation qui ont présidé à l'adoption de ce Guide, mais avec le souci de permettre la mise en œuvre fluide d'un dispositif utile tant pour les dirigeants que pour les marchés, ces propositions sont largement inspirées des règles applicables aux contrats de liquidité issues de la Charte de déontologie AMAFI, sur la base de laquelle l'AMF a accepté la pratique de marché admise des contrats de liquidité. Le Groupe estime en effet approprié de s'inspirer de règles qui ont fait leur preuve lorsque les problématiques sont largement identiques (par exemple celles qui concernent l'indépendance du mandataire) et que l'objectif, dans un cas comme dans l'autre, est de prévenir les abus de marché. L'AMAFI devrait soumettre ces propositions très prochainement à l'AMF.

**Sylvie Dariosecq, Julien Perrier**

## PRODUITS UTILISANT DES INDICES DISCRÉTIONNAIRES

L'AMF a entamé une réflexion concernant les produits utilisant des indices discrétionnaires commercialisés en offre au public auprès des investisseurs de détail. Les produits concernés sont des EMTN ou produits de bourse indexés à des indices de stratégie (ou propriétaires) dont la composition n'est pas déterminée de manière systématique mais repose en partie sur une appréciation discrétionnaire.

L'AMF souhaite en particulier s'assurer que ces produits restent intelligibles aux clients de détail auprès desquels ils sont commercialisés. Elle a ainsi sollicité les émetteurs de ces produits, par le biais de l'AMAFI, pour que des propositions soient faites pour déterminer les critères auxquels ils devraient répondre pour satisfaire à cette condition d'intelligibilité. L'Association a mis en place un groupe de travail dédié sur ce sujet.

**Stéphanie Hubert et Julien Perrier**

## TTFE

Après la relance politique du projet de TTFE, début janvier 2015, par le Président de la République, suivie d'une initiative franco-autrichienne, les États membres participant à la coopération renforcée ont renouvelé leur engagement en faveur de ce projet. La volonté affirmée est de voir la taxe entrer en vigueur au 1<sup>er</sup> janvier 2016, fondée sur l'assiette la plus large possible avec des taux d'imposition bas, tout en tenant pleinement compte des impacts sur l'économie réelle et du risque de délocalisation du secteur financier.

Dans ce cadre, la méthode de travail a été revue avec une Présidence permanente de l'Autriche, un secrétariat technique confié au Portugal et l'appui des services de la Commission. Une plus grande transparence est également attendue, notamment vis-à-vis des États membres non participants, ce qui suppose la production régulière d'écrits constatant l'évolution des travaux.

L'AMAFI reste bien sûr mobilisée sur ce dossier particulièrement central pour l'avenir de la Place de Paris. Ainsi, après avoir alerté sur les risques juridiques et économiques liés à une taxation des dérivés, l'Association a récemment appelé l'attention du Commissaire européen Pierre Moscovici sur l'assujettissement envisagé de la tenue de marché à la TTFE : cet assujettissement conduirait en effet à un cumul de taxe par effet de cascade entraînant soit la disparition de cette activité essentielle au bon fonctionnement des marchés, soit sa délocalisation hors de la zone des 11 États membres de la coopération renforcée.

**Eric Vacher**

## TVA

Considérant les difficultés d'interprétation des règles applicables en matière de TVA aux prestations de services d'investissement, le Comité fiscal de l'AMAFI a recensé les commissions et autres rémunérations perçues par les PSI et a publié un tableau de synthèse précisant leur régime TVA : taxation de plein droit, taxation sur option, exonération sans possibilité d'option (*AMAFI* / 15-20). Si une telle démarche ne saurait se substituer à une analyse approfondie des situations de fait, elle permet cependant à chaque prestataire d'effectuer une première approche de sa situation propre.

**Eric Vacher**



## OBSERVATOIRE DES MÉTIERS 2013

Institué par la Convention collective (CCNM), 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 5 janvier 2015 a permis l'examen des informations recueillies auprès des entreprises adhérentes au titre de l'exercice 2013, concernant notamment l'ancienneté moyenne, l'âge, le niveau de féminisation de la branche et le niveau de qualification :

- **Ancienneté** : on constate une certaine stabilité de l'ancienneté du personnel entre 2012 et 2013, les différentes tranches n'évoluant à la baisse ou à la hausse que marginalement. Sur une période de 10 ans, entre 2003 et 2013, l'ancienneté globale des salariés tend à augmenter notamment dans la tranche allant de 5 à 14 ans d'ancienneté. Ces éléments mettent en lumière la diminution du *turn over* dans la Profession au cours de ces dernières années.

**Ancienneté moyenne en 2013** : 6,7 ans (contre 6,9 ans en 2012).

- **Age** : la répartition entre les tranches d'âge confirme la tendance de 2012, soit une certaine stabilité dans la répartition entre les tranches d'âge entre 2012 et 2013. De plus, la tranche des plus de 50 ans continue à augmenter en 2013, passant de 11,82% en 2012 à 12,38% en 2013. Sur une période de 10 ans, entre 2003 et 2013, on constate un vieillissement global de la branche, la part des tranches les plus jeunes a diminué et celle des plus de 40 ans a augmenté, passant d'un peu moins de 32% des effectifs en 2003 à près de 40% en 2013.

**Age moyen en 2013** : 37,7 ans (comme en 2012).

- **Niveau de féminisation de la branche** : on note une légère augmentation du nombre de femmes travaillant dans la branche, qui représentent 36,5% des effectifs en 2013 contre environ 35% en 2012.

- **Niveau de qualification** : les effectifs cadres de la Profession sont stables (81% des effectifs totaux de la Profession), les salariés de catégorie III.A représentent à eux seuls 69% des effectifs.

**Alexandra Lemay-Coulon**

SOCIAL

**SALAIRES MINIMA HIÉRARCHIQUES**

Aux termes de l'accord signé par l'AMAFI avec la CFTC-MF et la CFE-CGC MF, un nouveau barème des salaires minima hiérarchiques est applicable, en vertu de la Convention Collective Nationale des activités de Marchés financiers (CCNM), à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2015. Il est disponible sur [www.amafi.fr](http://www.amafi.fr).

Par ailleurs, il est rappelé que les règles de la garantie d'augmentation minimum conventionnelle s'appliquent en années glissantes. Dans ce cadre, il est nécessaire que les entreprises vérifient le respect des dispositions de l'article 52 de la CCNM.

**Alexandra Lemay-Coulon**

**ACTIVITÉS**  
**AMAFI**  
Chiffres clés du 01/03/2014 au 01/03/2015

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

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

**9** Conférences et événements AMAFI

**5** Normes professionnelles

**3** Bonnes pratiques professionnelles



**VEILLE MÉDIAS - CONTRAT CADRE RÉSERVÉ AUX ADHÉRENTS DE L'AMAFI**

Depuis 2010, l'AMAFI propose à ses adhérents un contrat cadre leur offrant un service de veille médias quotidien à un tarif négocié privilégié. Réalisé par Kantar Média, le contrat cadre a été renouvelé pour 2015, aux mêmes conditions tarifaires que 2014.

Le contrat cadre AMAFI offre un panorama de presse quotidien complet avec une formule souple adaptable selon les besoins des adhérents, qui peuvent compléter les prestations définies dans le contrat AMAFI selon leurs besoins et adapter le panorama de presse à leur charte graphique.

Renseignements : **Sylvia Giannone**,  
[sgiannone@amafi.fr](mailto:sgiannone@amafi.fr)

ZOOM AMAFI

**NOUVEAUX ADHÉRENTS**

■ **EOS Venture** est une entreprise d'investissement spécialisée dans le financement participatif par souscription de titres financiers. Elle gère la plateforme LETITSEED destinée à collecter des fonds sur internet afin de financer des projets de start-up et de PME. Ses dirigeants sont Stéphane Lubiarz (Président) et Nicolas Charlet (Directeur Général).

■ **EPEX SPOT** est la Bourse Européenne de l'Électricité qui gère les marchés électriques au comptant (Day-Ahead et Intraday) pour la France, l'Allemagne, l'Autriche et la Suisse. EPEX SPOT est une société européenne (Societas Europaea) basée à Paris avec des succursales à Leipzig, à Berne et à Vienne. Elle est dirigée par M. Jean-François Conil-Lacoste (Président du Directoire).

**PIERRE DE LAUZUN RÉCOMPENSÉ PAR UN PRIX INTERNATIONAL POUR SON LIVRE « FINANCE : UN REGARD CHRÉTIEN »**



Le prix international « Economie et Société » de la Fondation *Centesimus Annus-Pro Pontifice* a été attribué à Pierre de Lauzun, Délégué général de l'AMAFI, pour son livre

« *Finance, un regard chrétien. De la banque médiévale à la mondialisation financière* » (éd. Embrasure, 2013).

Le prix sera remis le 26 mai prochain à Rome en présence du Secrétaire d'Etat du Saint-Siège, le cardinal Pietro Parolin.

La Fondation *Centesimus Annus-Pro Pontifice* a pour objectif de faire connaître la doctrine sociale de l'Eglise.

**VOS CONTACTS**

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