

**EDITO** L'AMAFI a toujours soutenu la nécessité d'une régulation forte de nature à créer les conditions de la confiance nécessaire au bon fonctionnement des marchés financiers. A un moment où les marchés sont profondément mis en question par l'opinion publique, sans considération suffisante de leur rôle central pour le financement de l'économie, l'allocation de l'épargne et la couverture des risques, un certain nombre d'initiatives de régulation en cours lui paraissent ainsi essentielles.

C'est dans cette perspective que, comme indiqué dans le précédent numéro de cette Lettre, l'AMAFI vient de publier sa contribution aux réflexions du G20 en matière d'organisation des marchés dérivés de matières premières (News p 4). Elle y définit douze axes pour la régulation de ces marchés que leur forte articulation avec les marchés physiques sous-jacents dote d'une spécificité bien particulière.

C'est également dans cette perspective qu'elle vient de répondre à la consultation de la Commission européenne concernant la révision de la directive MIF (News p 4). L'organisation du marché européen des actions est aujourd'hui discutée par de nombreux investisseurs et émetteurs, et un certain nombre de questions de structure, particulièrement importantes, nécessitent d'être tranchées. L'Association appelle donc la Commission à centrer sa réflexion sur ces seules questions, en s'interrogeant particulièrement sur le modèle concurrentiel qui doit être privilégié.

**Pierre de Lauzun**

Délégué général de l'AMAFI

## CHAMBRES DE COMPENSATION : POUR UN SYSTÈME FINANCIER PLUS SÛR



**Bruxelles a décidé de réguler les produits dérivés, accusés d'être à l'origine de la crise financière. Les chambres de compensation sont appelées à jouer un rôle capital dans le nouveau dispositif de sécurité.**

### SOMMAIRE

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

# CHAMBRES DE COMPENSATION : POUR UN SYSTÈME FINANCIER PLUS SÛR

Si les produits dérivés avaient été mieux régulés, la crise financière n'aurait peut-être pas eu lieu. C'est la raison pour laquelle Bruxelles, dans le droit fil des recommandations du G20 de Pittsburgh, a décidé de se pencher sur ces produits. On les appelle « dérivés » parce que leur prix est lié à la valeur d'un autre actif appelé sous-jacent (actions, devises, matières premières, crédits immobiliers etc.). Les produits dérivés classiques sont les contrats à terme (*futures*), les contrats d'échange (*swap*) et les options. Sy sont ajoutés récemment les produits structurés, dont les fameux CDO (*Collateralized Debt Obligation*).

À la base, les dérivés sont des instruments de couverture permettant de se prémunir contre un risque. Mais ils intéressent également certains spéculateurs et ce sont précisément les excès intervenus à ce titre qui ont déclenché la crise. Encore faut-il préciser que tous les dérivés ne sont pas en cause. Une grande partie d'entre eux sont échangés sur des marchés organisés, c'est le cas des *futures* et des options, mais d'autres, dits OTC (*Over The Counter*) font l'objet d'échanges bilatéraux en dehors de toute infrastructure de marché et sans que les régulateurs en soient informés. Ce sont ces dérivés là qui sont désormais dans le collimateur de Bruxelles car ils représentent des montants faramineux échappant à toute forme de surveillance et donc de possibilité d'identifier la survenance d'un risque systémique. D'où la décision qui a été prise de les intégrer dans un cadre réglementaire.

C'est ainsi qu'un projet de règlement européen, baptisé EMIR pour *European Markets Infrastructures Regulation* propose, dans la droite ligne des préconisations du G20, d'imposer la compensation de tous les dérivés standardisés afin d'assurer la transparence des transactions, leur sécurité, et de permettre aux instances de supervision de la finance de mesurer les risques systémiques potentiels. Les États-Unis ont parallèlement mis en place une réglementation similaire à travers le *Dodd-Frank Act* publié en juillet 2010. En principe, le système devrait être en place en Europe d'ici 2012.

Dans les grandes lignes, le projet de Bruxelles consiste à soumettre tous les dérivés standardisables traités par les prestataires de services d'investissement à la compensation, c'est-à-dire tous les dérivés répondant à des caractéristiques générales, ce qui exclut les contrats taillés sur mesure pour des acteurs ayant un besoin précis en termes de couverture de risque et les entreprises non financières qui utilisent de tels contrats pour couvrir les risques liés à leurs activités. Des procédures électroniques de confirmation des transactions et de réconciliation seront par ailleurs mises en place pour les contrats non éligibles à la compensation. Un encadrement spécifique des chambres de compensation est prévu. L'ensemble des transactions portant sur des contrats standardisables devront faire l'objet d'un enregistrement auprès de référentiels centraux (*Trade Repositories*) et d'un *reporting* aux régulateurs.

## Un rôle stratégique majeur

Dans ce contexte, les chambres de compensation sont appelées, on l'aura compris, à jouer un rôle stratégique majeur car leur fonction constitue en soi un gage de sécurité. D'abord, elles vérifient la solvabilité de leurs adhérents. Ensuite, elles assurent la transparence des opérations en procédant à un *netting* multilatéral des échanges, autrement dit à une compensation de l'ensemble des opérations pour déterminer la position nette de chaque établissement. En se substituant à la contrepartie, elles prennent en charge une grande partie des risques. Par ailleurs, les appels de marge systématiques, c'est-à-dire l'obligation de verser un pourcentage de l'opération, oblige à réévaluer quotidiennement les risques en fonction de l'évolution du prix des actifs.

« Avec la crise, on a découvert que certains acteurs avaient accumulé des positions risquées énormes sans que personne ne s'en aperçoive, précisément parce que les marchés OTC échappaient à toute surveillance. Le minimum que doivent exiger les régulateurs, c'est d'être en mesure de connaître l'exposition au risque. Or, les chambres de compensation constituent un outil naturel de reporting et de calcul des positions nettes. Dès lors, si on veut éviter une nouvelle crise comme celle qu'on a connue, il faut en effet faire passer les transactions sur les dérivés par les chambres de compensation » confirme Bruno Biais, directeur de recherches TSE-CNRS.



**MICHEL PÉBEREAU,**  
PRÉSIDENT DE  
BNP PARIBAS

**Quels bénéfices peut-on attendre de la compensation des dérivés OTC ?**

La compensation des dérivés apporte deux bénéfices majeurs : une diminution du risque de contrepartie associé à ces mécanismes et une plus grande transparence pour le marché.

**La concentration des transactions ne risque-t-elle pas de créer un nouveau risque ?**

Il est vrai que les chambres de compensation vont par définition concentrer l'ensemble des risques de contrepartie surtout si le « clearing » devient par ce biais obligatoire. Il est donc essentiel que ces chambres soient robustes, très bien régulées et parfaitement supervisées pour éviter tout risque de faillite : une faillite serait en effet fatale à tous les acteurs. Chaque chambre devra avoir une politique de gestion de risque très normée avec une méthode de calcul d'appel de marge transparente qui pourra être répliquée par ses membres et confirmée par les régulateurs, une procédure bien définie en cas de défaut d'un de ces membres, et une gestion de risques qui ne doit pas être un élément de concurrence. Les chambres devront être régulées comme des banques ou des prestataires d'investissement et soumises à la même supervision, avec en outre de très fortes exigences en capital. Elles devront avoir accès à la monnaie de Banque Centrale pour éviter tout risque de liquidité en sus du risque de contrepartie qu'elles ont à gérer. Enfin, elles devront être très sélectives pour l'admission de leurs membres qui devront démontrer leur solidité financière et opérationnelle.

**Quelle serait à votre avis l'organisation optimale de la compensation en Europe ?**

Certains considèrent que le risque de concentration créé par la compensation pourrait être atténué par la coexistence de plusieurs chambres de compensation qui pourraient « inter-opérer » dans un environnement concurrentiel. Ces nouveaux risques ne pourraient être gérés que par une très stricte harmonisation de toutes les règles et procédures, ce qui in fine conduirait à la création d'une seule chambre virtuelle. Je suis donc convaincu que l'interopérabilité n'est pas la solution mais que l'organisation optimale repose sur un nombre limité de chambres de compensation avec une très forte supervision de celles-ci. Dans la mesure où ces chambres devraient avoir accès à la monnaie des banques centrales, il est probable qu'elles seront régionales, par grandes zones monétaires.

**indispensable  
statut bancaire**

Le principe de la compensation des dérivés standardisables étant acté en Europe, il n'en subsiste pas moins certaines difficultés à résoudre. Car le risque systémique ne disparaît pas, il se déplace simplement sur les chambres de compensation dans des conditions qui le limitent sans l'éradiquer totalement. Ce d'autant plus qu'en transférant leurs risques, les adhérents peuvent être tentés d'accroître leur propre prise de risque sur les marchés financiers. « Les chambres de compensation vont être appelées à gérer une quantité considérable de risques supplémentaires avec l'obligation de compenser la plupart des opérations de gré à gré, d'où la nécessité d'homogénéiser leur statut en Europe » observe Yvon Lucas, directeur des systèmes de paiement et des infrastructures de marché à la Banque de France. « C'est pourquoi la France défend la nécessité de les soumettre à un statut bancaire, ce qui leur permettrait en outre d'accéder aux facilités de banque centrale et donc de disposer du mode de gestion de la liquidité le plus sécurisé, particulièrement utile dans des situations de crise de confiance comme celle que l'on a connue en 2008 ». Bruxelles pour l'instant ne semble pas vouloir suivre la France sur ce sujet, mais celle-ci ne désarme pas.

D'ores et déjà, il existe deux acteurs actifs en Europe sur le marché de la compensation des dérivés. ICE, à Londres et LCH. Clearnet SA, à Paris. Or, précisément, LCH. Clearnet SA est soumis à un statut bancaire. « Le projet EMIR constitue un progrès dès lors

*qu'il pose le principe de la compensation obligatoire des dérivés standardisables, mais en n'imposant pas à tous les acteurs de la compensation un statut bancaire unique, il laisse malheureusement subsister des chambres de compensation « light », c'est-à-dire soumises à des mécanismes de gestion des risques plus souples, regrette Christophe Hemon, directeur général de LCH.Clearnet SA. Outre la distorsion de concurrence que cela introduit au sein de l'Union, c'est un risque en cas de crise. LCH.Clearnet SA supporte en raison de son statut d'établissement bancaire des contraintes relativement lourdes, en termes d'exigence de fonds propres ou encore de dispositifs de gestion des risques. Par exemple, nous affectons 30 personnes à la gestion des risques quand d'autres établissements n'en ont que deux. Mais les clients y sont sensibles. D'ailleurs, ils ont de plus en plus tendance à nous interroger sur nos dispositifs de sécurité pour calibrer leur propre niveau de risque sur les produits structurés ». Depuis mars 2010, date de son début d'activité, LCH Clearnet SA a compensé 27,8 milliards d'opérations sur 744 contrats standardisés.*

Le projet de règlement EMIR sera examiné par le Parlement européen en mars 2011, il devrait entrer en application d'ici 2012. Il appartiendra ensuite à l'ESMA, le nouveau superviseur européen des marchés financiers, mis en place le 1<sup>er</sup> janvier dernier, d'indiquer quels sont les dérivés standardisables. L'objectif, à terme, est de favoriser la convergence entre l'Europe et les Etats-Unis, et d'offrir ainsi une garantie supplémentaire de sécurité.

**Olivia Dufour ■**

## INTERNATIONAL

## MARCHÉS DÉRIVÉS DE MATIÈRES PREMIÈRES – PROPOSITIONS AMAFI POUR LE G20

Comme annoncé dans le dernier numéro de cette Lettre, le groupe de travail chargé de formuler, dans le cadre de la présidence française du G20, des propositions sur la régulation des marchés dérivés de matières premières, a rendu sa contribution (AMAFI / 11-04). Sur la base d'une mise en perspectives d'un certain nombre de facteurs qui différencient fortement ces marchés des marchés financiers « purs », ont été retenus douze axes d'actions, sept prioritaires et cinq de moyen terme. Les questions fortes soulevées par l'intervention croissante d'investisseurs financiers y sont

particulièrement examinées. Force est de constater toutefois qu'il n'existe pas d'étude conclusive sur les dérèglements qui en résulteraient, particulièrement en termes de volatilité, et qu'au contraire, certains éléments laissent penser que la présence de ces investisseurs est importante pour que les acteurs industriels, commerciaux et agricoles trouvent une contrepartie à leurs besoins de couverture. Dans ce contexte, les axes que l'AMAFI a identifiés visent à assurer que les régulateurs en charge de ces marchés disposent des informations et des outils nécessaires leur permettant de calibrer leur

action au regard de ce qu'exige le bon fonctionnement de ces marchés.

Cette contribution a été transmise aux pouvoirs publics français dans le cadre des travaux de préparation du G20 en cours, avant d'être rendue publique. Une version anglaise sera prochainement disponible. Les travaux vont maintenant se poursuivre sur l'axe européen, la Commission européenne ayant prévu d'intégrer la question de la régulation des marchés dérivés de matières premières dans la révision en cours de la directive MIF.

**Bertrand de Saint Mars,  
Dominique Depras**

## EUROPE

## ■ LUTTE CONTRE LE BLANCHIMENT ET LE FINANCEMENT DU TERRORISME

L'AMAFI a particulièrement contribué à la réponse d'ICSA à la consultation du GAFI sur la révision de ses standards. Cette réponse fait notamment valoir que :

- La proposition du GAFI d'étendre la notion de personnes politiquement exposées (PEPs) aux nationaux ne devrait concerner que les fonctions politiques exercées au niveau national par contraste avec celles exercées au niveau local.
- L'approche par les risques devrait pouvoir s'appliquer également aux obligations d'identification et de vérification de l'identité des bénéficiaires effectifs et à la notion de relation à distance.
- Les États devraient rendre disponibles aux assujettis les informations nécessaires à l'identification et la vérification de l'identité des bénéficiaires effectifs.

La publication d'une note interprétative sur l'approche par les risques à l'attention des contrôleurs du GAFI est la bienvenue mais elle doit se faire en concertation avec le secteur privé et ne doit pas conduire à remettre en cause la flexibilité inhérente à cette approche.

**Stéphanie Hubert**

## ■ VENTES À DÉCOUVERT

Dans le cadre des travaux européens sur le projet de règlement relatif aux ventes à découvert et CDS, l'AMAFI a publié en décembre 2010 une note de synthèse décrivant sa position sur cette question (AMAFI / 10-70).

Pour l'AMAFI, une réglementation européenne est hautement souhaitable. Elle doit s'articuler autour de trois axes principaux :

- Préserver les ventes à découvert utiles au bon fonctionnement du marché et interdire celles qui le perturbent.
- Détecter les comportements perturbateurs afin de les sanctionner.
- Gérer de façon efficace les situations exceptionnelles de marché.

En situation normale de marché, l'Association considère que l'enjeu central concerne le respect du délai de livraison convenu au moment de la transaction, et donc l'information du régulateur sur les défaillances constatées afin de pouvoir sanctionner celles qui ne procèdent pas d'un événement qui ne pouvait être anticipé par le vendeur. Dans cette perspective, les procédures de rachat constituent un élément fort du dispositif pour lequel des propositions ont été formulées. La note de synthèse de l'AMAFI a été transmise à plusieurs députés européens, ainsi que des amendements mettant en ligne le projet avec les réorientations qu'elle propose. La Commission ECON doit discuter ce projet dans la seconde semaine de février.

**Emmanuel de Fournoux**



## RÉVISION DE LA DIRECTIVE MIF

Le 8 décembre 2010, la Commission européenne a publié un document de consultation relatif à la révision de la directive MIF. Ce document comprend 147 questions portant sur l'ensemble des domaines traités par la directive, qui s'articulent autour de deux grands axes : la structure des marchés et la protection des investisseurs. Pour l'AMAFI, l'initiative ainsi lancée est tout à fait fondamentale : les questions relatives à la structure des marchés doivent en effet être examinées au regard des interrogations fortes que leurs évolutions récentes soulèvent chez beaucoup d'investisseurs et d'émetteurs. Au regard de cet enjeu, l'Association regrette toutefois que la consultation de la Commission ne s'appuie pas sur une réflexion d'ensemble quant aux objectifs qu'il s'agit d'atteindre en termes d'organisation de marché, d'autant plus importante à mener qu'il est essentiel que l'Europe conserve la maîtrise des conséquences attachées au cadre de régulation de ses marchés. Elle estime par ailleurs que l'intégration dans le champ de la réflexion des aspects de protection des clients, alors que le cadre issu de la directive MIF n'a aucunement failli au cours de la crise, détourne sans raison véritable de l'objectif premier de la réflexion : des points méritent certainement d'être examinés à ce niveau, ils n'ont toutefois pas

la même urgence et priorité que ceux qui concernent la structure des marchés.

Dans ce contexte, l'AMAFI appelle particulièrement à :

- Cadrer l'action du niveau 1 autour d'objectifs et de principes de haut niveau en laissant le soin aux niveaux 2 et 3 de les décliner en mesures de régulation en tenant compte des résultats des études complémentaires qui sont indispensables dans un certain nombre de domaines.
- Mener une réflexion approfondie sur le modèle concurrentiel sous-jacent compte tenu des évolutions constatées.
- Traiter dans une directive spécifique les marchés de dérivés de matières premières au regard de l'importance et de la spécificité des problématiques qui sous-tendent leur fonctionnement.
- Appréhender aussi les problématiques de *reporting* en termes d'exploitation efficiente par le régulateur.
- Mettre au second plan la démarche normative, l'enjeu étant aujourd'hui principalement autour de l'harmonisation des pratiques de contrôle et de sanction.

La contribution particulièrement détaillée de l'Association à cette réflexion a été adressée à la Commission européenne début février (AMAFI / 11-05).

**E.de Fournoux, D. Depras, S. Dariosecq, S. Hubert**

## HARMONISATION DU DROIT DES TITRES

La Commission européenne a mené une consultation sur l'harmonisation du droit des titres dans le prolongement des travaux menés depuis plusieurs années au niveau européen : une consultation avait d'ailleurs déjà eu lieu en 2009 (AMAFI / 09-35). Dans le cadre d'une réflexion menée au niveau de la Place de Paris, l'AMAFI a fait part de sa forte opposition à un certain nombre d'orientations proposées par la Commission européenne (AMAFI / 11-02). Elle a notamment

souligné qu'elle ne pouvait pas être favorable, surtout dans un contexte post-crise, à la remise en cause du droit de propriété dont bénéficie l'investisseur final sur ses titres financiers aux termes du droit français et de celui de nombreux autres pays européens. L'Association a par ailleurs souligné que le dispositif devait en tout état de cause assurer l'intégrité de l'émission des titres et l'acquis communautaire en matière de règles de conflit de lois.

**Emmanuel de Fournoux, Sylvie Dariosecq, Marie Thévenot**

## PETIT DÉJEUNER RÉMUNÉRATIONS LE 15/02/2011

L'AMAFI organise le 15 février prochain en collaboration avec Ernst et Young société d'avocats un petit déjeuner sur le thème de la gestion des rémunérations dans le secteur financier, compte tenu de l'évolution du cadre réglementaire et professionnel.  
**Renseignements et inscriptions : Sicile Rouillé, srouille@amafi.fr**

**Stéphanie Hubert, Eric Vacher**

## RÉMUNÉRATIONS

Dans le cadre de l'entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2011 du nouveau dispositif en matière de rémunérations, de nombreuses publications étaient encore attendues au début du mois de décembre 2010.

Ainsi, ce n'est que mi-décembre qu'ont été publiés, d'une part, les lignes directrices du CEBS pour la mise en œuvre des dispositions sur les rémunérations de la directive CRD 3, ainsi que la directive elle-même, et d'autre part, l'arrêté modifiant le règlement n° 97-02 pour en assurer la transposition en droit national. En conséquence, l'AMAFI révisé actuellement sa Norme professionnelle et son Guide sur les rémunérations, publiés en novembre 2009, en prenant tout particulièrement en compte les lignes directrices du CEBS, très riches en préconisations.

L'enjeu est important pour les entreprises d'investissement, pour lesquelles la mise en œuvre du dispositif soulève de nombreuses difficultés.

Par ailleurs, l'AMAFI a entamé des démarches auprès des autorités pour que puisse être transposée l'exemption prévue par la directive CRD 3 concernant les entreprises d'investissement qui ne détiennent ni fonds ni titres appartenant à la clientèle et qui fournissent exclusivement, de manière cumulative ou non, les services d'investissement de conseil en investissement ou de RTO. Enfin, des lignes directrices spécifiques aux activités de services d'investissement sont en cours d'élaboration par CESR.

**Stéphanie Hubert**

## FRANCE

## ■ DOCTRINE DE L'AMF

L'AMF a publié le 8 décembre 2010 un document intitulé « *Principes d'organisation et de publication de la doctrine de l'AMF* » qui fait suite à

la consultation de Place du printemps dernier (AMAFI / 10-26) et aux travaux qu'elle a engagés pour faciliter l'accès à sa doctrine. Ce document prend en compte un certain nombre de points souhaités par l'Association (cf. *Info AMAFI n° 97*). Il aborde notamment la question du retraitement de la doctrine antérieure au 1<sup>er</sup> septembre 2010 en précisant que le Collège serait saisi et les professionnels consultés dans le cas où la portée d'un document de doctrine antérieure viendrait à être modifiée.

**Sylvie Dariosecq, Marie Thévenot**

## ■ PROCÉDURE DE SANCTION DE L'AMF

Très attendue (cf. *Info AMAFI n° 96*), la Charte des enquêtes de l'AMF vient d'être publiée. Elle complète et finalise la réforme de la procédure d'enquête et de sanction de l'AMF engagée par le Gouvernement et le Parlement, dont la plupart des mesures ont été mises en œuvre par le biais de la LRBV d'octobre 2010.

Répondant à un besoin fort mis en évidence par l'Association dans son rapport de 2009 sur le pouvoir de sanction de l'AMF (AMAFI / 09-48), cette Charte complète également des dispositions réglementaires adoptées en décembre 2010 renforçant la mise en œuvre du contradictoire, non seulement dans la phase préalable à la décision de la Commission des sanctions, mais aussi lors de la décision du Collège pouvant conduire à la notification de griefs.

**Sylvie Dariosecq, Marie Thévenot**

## ■ FRANCHISSEMENTS DE SEUILS

Tirant les leçons de la récente montée par LVMH au capital d'Hermès, l'Association a élaboré au sein de son Groupe Franchisements de seuils, une proposition de Place concernant la transparence nécessaire des dérivés actions à dénouement purement monétaire. Cette proposition ayant reçu l'accord de l'Association Nationale des Sociétés par Actions (ANSA) et de la FBF, c'est conjointement que les trois associations l'ont transmise au Ministre et au Président de l'AMF. Le mécanisme proposé accroît de façon très significative la transparence des instruments en question sans pour autant adopter un régime d'assimilation totale avec les instruments déjà pris en compte dans le calcul de seuils dont le franchissement donne lieu à déclaration. En effet, une telle assimilation aurait pour effet de nuire à la lisibilité de l'information donnée au marché et aux émetteurs et serait susceptible d'affecter, de façon très négative, le régime des offres publiques obligatoires et par voie de conséquence la vie des sociétés cotées. La solution proposée qui repose sur un principe de déclaration distincte et indépendante des instruments à dénouement monétaire parvient à la même transparence que le régime de l'assimilation totale tout en évitant les écueils.

**Sylvie Dariosecq**

## ■ ENCADREMENT DU MARCHÉ CARBONE

Dans des délais extrêmement courts l'AMF à mené en décembre une consultation pour adapter son règlement général et renforcer l'encadrement du marché des quotas de gaz à effet de serre dans le droit fil des mesures récentes prises par la loi de régulation bancaire et financière. La contribution de l'AMAFI s'est focalisée sur quelques points essentiels compte tenu de la nécessité de s'inscrire dans le calendrier d'organisation des enchères de quotas de CO2 au niveau européen (AMAFI / 10-72). L'Association a toutefois estimé souhaitable que la réflexion puisse être approfondie avec le régulateur dans les mois qui viennent sur différents points que l'urgence n'a pas permis d'analyser suffisamment.

**Dominique Depras, Sylvie Dariosecq**

RENCONTRE DES PROFESSIONNELS DES MARCHÉS DE LA DETTE ET DU CHANGE 2<sup>ÈME</sup> ÉDITION

En partenariat avec d'autres associations professionnelles, l'AMAFI a organisé la seconde édition des Rencontres des professionnels des marchés de la dette et du change, le 19 janvier dernier.

Cet événement a réuni près de 200 participants autour de trois tables rondes : « *Quels impacts des évolutions réglementaires sur la liquidité à court terme ?* », « *L'essor du trading électronique répond-t-il aux attentes des acteurs du marché ?* » et « *Les indices : reflet ou guide des marchés ?* ».

**Emmanuel de Fournoux**

## ■ COMMERCIALISATION DES INSTRUMENTS FINANCIERS COMPLEXES

L'AMAFI continue, en lien avec le Groupe Produits structurés de fortement s'impliquer, tant auprès de l'AMF que de l'ACP, pour résoudre les difficultés d'interprétation et de mise en œuvre de leurs doctrines respectives, publiées en octobre 2010, concernant la commercialisation des instruments financiers complexes, que ce soit en direct ou comme supports de contrats d'assurance-vie. Ainsi, des discussions avec l'AMF sont en cours pour ajuster la méthodologie à appliquer s'agissant du décompte des mécanismes d'un produit structuré. En outre, le Comité juridique mène des travaux pour clarifier certaines notions utilisées dans la position de l'AMF, notamment celle de « *titre de créance complexe* ». Par ailleurs, sollicitée conjointement par l'AMAFI, l'AFG et la FBF, l'ACP a accepté d'entamer des discussions sur deux divergences entre sa recommandation et la position de l'AMF : le traitement des produits dont le capital est protégé de plus de 90% à l'échéance et celui des produits sensibles à des scénarios extrêmes. La commercialisation de ces derniers se voit ainsi empêchée en pratique alors qu'ils ne présentent pas de caractéristiques fondamentalement différentes d'autres instruments financiers éligibles. Il semble que les préoccupations manifestées par l'ACP pourraient être suffisamment traitées au travers du renforcement de certaines obligations d'information.

**Stéphanie Hubert, Sylvie Dariosecq**

## FISCALITÉ

### ■ INDEMNISATION DES PRÉJUDICES SUBIS PAR LES ÉPARGNANTS

Les travaux du groupe de travail de l'AMF constitué pour expertiser les moyens propres à favoriser l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs ont été finalisés. Le projet de rapport issu de ces travaux a donné lieu à de nombreux échanges entre les participants du groupe de travail.

Après un premier passage au Collège de l'AMF, il a fait l'objet de modifications complémentaires et vient d'être publié. Il est désormais en consultation publique jusqu'au 28 février. L'Association a entamé des travaux afin de préciser sa position dans le cadre de cette consultation.

**Sylvie Dariosecq, Marie Thévenot**

### FORMATION EN CONFORMITÉ

En partenariat avec le Master II Droit Secteur Financier de l'Université de Toulouse, l'AMAFI dispense à la promotion 2011 de ce Master une formation de sensibilisation à la conformité. Cette démarche s'inscrit dans la volonté de l'AMAFI de faire connaître la fonction conformité et, plus largement, l'utilité économique et sociale des activités de marchés financiers. Quatre responsables de la conformité d'établissements adhérents, appuyés par Stéphanie Hubert, Directeur de la conformité de l'AMAFI, ont accepté de partager avec les étudiants leur expérience et leur enthousiasme pour le métier. Cette expérience pourrait être reconduite, voire étendue, dans les années à venir.

**Stéphanie Hubert, Marie Thévenot**

### ■ PETIT DÉJEUNER « ACTUALITÉ FISCALE DES PSI »

Le 18 janvier dernier, en partenariat avec Taj, Société d'Avocats, l'AMAFI a organisé un petit déjeuner débat sur l'actualité fiscale des Prestataires de Services d'Investissement. Les débats ont été centrés autour des problématiques suivantes :

- Fiscalité d'entreprise : le secteur financier est à nouveau mis en contribution : taxe systémique, règles anti sous-capitalisation, régime mère-fille, sursis d'imposition des plus ou moins values des cessions de participation, crédits d'impôts étrangers, contribution économique territoriale...
- Fiscalité personnelle : aggravation de la fiscalité de l'épargne, durcissement des régimes d'imposition des rémunérations différées (stock options, actions gratuites, bonus, retraites chapeau etc...), réforme de la fiscalité du patrimoine.
- Fiscalité indirecte : consolidation TVA (régime groupe), TVA et titrisation, TVA déductible sur frais de cession de titres, QPC taxe sur les salaires...
- Actualité jurisprudentielle.
- *Foreign Account Tax Compliance Act (FATCA)* : une réponse disproportionnée des Etats-Unis pour lutter contre la fraude fiscale.

Une présentation de ces différents sujets est accessible aux adhérents sur le site de l'AMAFI.

**Eric Vacher**

### ■ LOIS DE FINANCES : ENCORE UN MAUVAIS MILLÉSIME

Comme l'année précédente, les lois de finances de fin d'année qui viennent d'être adoptées comportent plusieurs mesures négatives pour le secteur financier, dont notamment la création d'une taxe systémique. Plus grave toutefois au regard des préoccupations manifestées par l'AMAFI en ce qui concerne le développement de l'épargne longue en actions (*cf. Info AMAFI n° 96 et 94*), sont les mesures suivantes :

- Suppression du crédit d'impôt de 50 % des dividendes (plafonné à 115 € et 230 €) mis en place lors de la suppression de l'avoir fiscal.
- Assujettissement à l'impôt sur le revenu des plus-values de cessions de valeurs mobilières et droits sociaux dès le premier euro de cession et

## ACTIVITÉS

### AMAFI

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

- 29 réponses à des consultations publiées ou en cours
- 40 notes d'analyse / d'information
- 7 conférences et événements AMAFI
- 1 norme professionnelle
- 1 bonne pratique professionnelle

majoration du taux d'imposition de 18 % à 19 %.

- Relèvement de 18 à 19 % du taux de prélèvement libératoire sur les dividendes et les produits de placement à revenu fixe.
- Relèvement de 2 à 2,2 % du prélèvement social sur les revenus du patrimoine et sur les produits de placement, soit un taux global de prélèvement sociaux porté à 12,3 % s'ajoutant à l'impôt au taux fiscal de 19 %, soit un prélèvement total de 31,3 %.

Constituent toutefois de bonnes nouvelles, d'une part, la mise en place, à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2012, d'un régime optionnel de consolidation du paiement de la TVA au sein des groupes, prélude à un futur régime de TVA de groupe, d'autre part, la transposition de la directive européenne « anti-fraude » de mars 2010 instituant un dispositif d'auto-liquidation de TVA pour les opérations internes sur le marché carbone (échanges de quotas d'émission de gaz à effet de serre).

Une note AMAFI résume les principales mesures de ces lois de finances (*AMAFI / 11-01*).

**Eric Vacher**

## SOCIAL

## ■ OBSERVATOIRE DES MÉTIERS 2009

Institué par la Convention collective, l'Observatoire des métiers examine les évolutions quantitatives et qualitatives de l'emploi dans la profession. Lors de sa dernière réunion, le 7 décembre 2010, l'Observatoire a notamment analysé les informations recueillies auprès des entreprises adhérentes au titre de l'exercice 2009.

**Ancienneté :** L'ancienneté du personnel progresse légèrement pour toutes les tranches ayant une ancienneté supérieure à 5 ans (54,05% de salariés avaient moins de 5 ans d'ancienneté en

2009 contre 58,29% en 2008, et 30,18% de salariés avaient entre 5 et 14 ans d'ancienneté en 2009 contre 27,21% en 2008). Sur une période de 9 ans, entre 2000 et 2009, cette tendance se confirme notablement, l'ancienneté des salariés tendant à augmenter notamment dans la tranche allant de 15 à 24 ans d'ancienneté.

**Age :** La répartition entre les tranches d'âge entre 2008 et 2009 fait apparaître un léger vieillissement de la population de la branche (22,34% de salariés de moins de 30 ans en 2009 contre 29,11% en 2008, et 9,08% de salariés de 50 ans et plus en 2009 contre 7,23% en 2008).

Sur une période de 9 ans, entre 2000 et 2009, cette tendance est confirmée, la tranche des moins de 30 ans étant passée de 31,82% à 22,34% et celle des 40/49 ans de 17,38% à 28,07% des effectifs.

**Niveau de féminisation de la branche :** Le nombre de femmes travaillant dans la branche reste stable, observé depuis 2006, autour de 37 à 38% des effectifs.

**Niveau de qualification :** Les effectifs cadres sont également stables autour de 76% des effectifs totaux de la profession, les salariés de catégorie F représentant à eux seuls 65% des effectifs.

**Alexandra Lemay-Coulon**

## ZOOM AMAFI

## É Q U I P E

■ **Philippe Bouyoux**, précédemment responsable communication et relations adhérents, a été nommé **Directeur de la communication et des relations adhérents** à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2011.

■ **Véronique Donnadieu**, précédemment chargée des affaires européennes et internationales, a été nommée **Directeur des affaires européennes et internationales** à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2011.

■ **Alexandra Lemay-Coulon**, précédemment chargée des affaires sociales et de l'administration, a été nommée **Responsable des affaires sociales et de l'administration** à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2011.

■ **Sylvia Giannone** a rejoint début décembre l'AMAFI en qualité de **Assistante communication, conformité, juridique et administration de l'Association**. Toute l'équipe lui souhaite la bienvenue à ce poste où elle remplace Martine Martin, qui a pris sa retraite à la fin du mois de novembre

## NOUVEL ADHÉRENT

■ **Sélection R**, entreprise d'investissement qui offre des services de réception et transmission d'ordres sur OPVCM pour le compte de tiers, de courtage d'assurances auprès d'une clientèle de particuliers et d'institutionnels. Ses dirigeants sont MM. Jean-Louis Laurens (Président) et Philippe Chevrier (Président du Conseil de Surveillance).

## VOS CONTACTS

- **Philippe Bouyoux**  
01 53 83 00 84 - pbouyoux@amafi.fr
- **Sylvie Dariosecq**  
01 53 83 00 91 - sdariosecq@amafi.fr
- **Dominique Depras**  
01 53 83 00 73 - ddepras@amafi.fr
- **Véronique Donnadieu**  
01 53 83 00 86 - vdonnadieu@amafi.fr
- **Emmanuel de Fournoux**  
01 53 83 00 78 - edefournoux@amafi.fr
- **Stéphanie Hubert**  
01 53 83 00 87 - shubert@amafi.fr
- **Alexandra Lemay-Coulon**  
01 53 83 00 71 - alemaycoulon@amafi.fr
- **Bertrand de Saint Mars**  
01 53 83 00 92 - bdesaintmars@amafi.fr
- **Marie Thévenot**  
01 53 83 00 76 - mthevenot@amafi.fr
- **Eric Vacher**  
01 53 83 00 82 - evacher@amafi.fr