

EDITO Cette Lettre marque les 25 ans de l'Association. Créée en avril 1988, l'Association française des sociétés de bourse (AFSB) deviendra en 1996, l'Association française des entreprises d'investissement (AFEI), puis en 2008, l'AMAFI, afin de mieux refléter la diversité de ses adhérents, entreprises d'investissement, établissements de crédit, infrastructures de marché et de post-marché. Menée sous l'impulsion de mes prédécesseurs et du Délégué général, Jacques d'Auigny jusqu'en 2002, Pierre de Lauzun depuis, notre action est aussi celle de tous ceux qui, au sein du Conseil, de nos Comités et Groupes de travail, s'engagent au bénéfice de la Profession.

C'est cet engagement qui a permis à l'Association d'évoluer tout au long de ces années pour accompagner les mutations profondes qu'ont connues les acteurs de marché. Mutations dont l'ampleur et la rapidité se sont fortement accrues depuis le déclenchement de la crise dans un contexte national où nombreuses sont les voix niant l'utilité d'une Place financière. Au point de paraître parfois souhaiter la disparition ou le déplacement ailleurs des services qu'elle fournit à nos émetteurs et nos épargnants ainsi que de la richesse et des emplois qu'elle crée.

Face à cela, nous avons la conviction qu'est nécessaire un large débat public sur le rôle et l'utilité du marché. Le Hors-série de Revue Banque consacré au financement des retraites, joint à ce numéro, est un nouvel exemple de cette démarche recherchant la confrontation des opinions. Car cette thématique n'est pour nous que l'autre versant de celle qui nous mobilise pleinement aujourd'hui : le financement de nos entreprises, condition sine qua non du retour de la croissance.

Philippe Tibi

Président de l'AMAFI

SOMMAIRE

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

DOSSIER

LES AGENCES ONT-ELLES ENCORE LA COTE ?



© Pixel & Création - Fotolia.com

Longtemps ignorées du grand public, les agences de notation se sont retrouvées en Une des médias lors de la crise de la dette souveraine. Qu'est ce qui a changé depuis ?

LES AGENCES ONT-ELLES ENCORE LA COTE ?

L'idée de noter les entreprises est née en Angleterre au début du 19^{ème} siècle. A l'époque, la banque anglaise Barings décide d'envoyer un correspondant aux Etats-Unis pour classer commerces et banques américaines en fonction de leur solidité financière*. Puis, le célèbre bagnard et agent secret Vidocq fonde la première agence de renseignements financiers indépendante en 1833. La pratique se développe et dès les années 1940, trois grands acteurs se démarquent : *Standard & Poors*, *Fitch* et *Moody's*. Ce sont encore eux qui tiennent le haut du pavé. Ces agences comptent entre 2 500 et 9 000 salariés et notent le risque de défaut de centaines de milliers d'entités publiques et privées. Trois notes principales sont attribuées : la note émetteur sur la qualité générale de la signature, la note d'émission qui concerne chaque émission obligataire et, enfin, la note de recouvrement qui traduit le risque de non-recouvrement. Celles-ci s'échelonnent de A à C voire D, selon un système de note triple (le fameux AAA étant la meilleure note), double ou simple, assortie de plus et de moins, par exemple AA+. Leur champ d'intervention concerne les entreprises, les banques et les produits structurés mais aussi, depuis une quarantaine d'années, les Etats et les collectivités territoriales. Jusqu'au début des années 1970, les notes sont « non sollicitées », en d'autres termes, les agences les attribuent spontanément aux entreprises en se fondant sur différents documents publics. Elles tirent alors leur chiffre d'affaires de la vente de leurs études. Mais les progrès de la photocopie menacent leur modèle économique. Dans le même temps, la récession américaine entraîne de nombreuses

faillites, de sorte que certaines entreprises vont demander qu'on les note afin de trouver des financements. C'est à partir de ce moment là que les agences facturent leurs prestations non plus aux utilisateurs, mais aux émetteurs, devenus leurs clients.



a transparence est essentielle

Pendant longtemps, les agences de notation ne sont connues qu'à l'intérieur du cercle étroit de la finance. En 2001 toutefois, l'affaire Enron leur fait une bien mauvaise publicité. Il faut dire que quelques jours avant sa faillite, le courtier américain en énergie bénéficiait encore de la meilleure note auprès de deux des trois grandes agences. Les flashes de l'actualité se rallument 10 ans plus tard. Dans le sillage de la crise des *subprimes* survenue en 2008, l'Europe connaît en 2010 le début de ce qu'on appellera la crise de la dette souveraine. Le 5 août 2011, *Standard & Poors* abaisse la note des Etats-Unis qui passe de AAA à AA+, ce qui n'était pas arrivé depuis 1917. Puis, après la tourmente boursière de l'été 2011 liée à la crainte d'un défaut dans plusieurs pays européens, c'est au tour notamment de la France de perdre son AAA. L'affaire déclenche une véritable tornade dans les médias, les agences font la Une durant plusieurs jours, leurs analystes sont même invités à s'expliquer sur les plateaux de télévision. Le grand public mesure soudain l'étendue de leurs pouvoirs. Les institutions européennes de leur côté ont identifié dès 2008 la nécessité de se pencher sur le dossier.

Pour Bruxelles, les agences n'ont pas joué leur rôle puisque les fameux produits structurés à l'origine de la crise de 2008 étaient très bien notés alors qu'ils se sont avérés « pourris ». Pire, les abaissements massifs de notes lorsque la crise des *subprimes* a éclaté ont joué un rôle aggravateur. Pour certains, c'est la complexité des produits en cause qui expliquerait l'aveuglement des agences, ce qui soulève la question de leur compétence. Mais d'autres dénoncent un problème de conflits d'intérêts. La notation des produits structurés est en effet un marché très rentable, d'où la possible tentation d'accorder des notes bienveillantes. Tentation renforcée par le jeu des banques structurantes que certains accusent d'avoir taillé les produits sur mesure pour plaire aux agences, et même d'avoir choisi parmi les trois acteurs, le plus susceptible d'accorder une bonne note. C'est ainsi que la régulation des agences de notation devient le premier chantier réglementaire européen destiné à tirer les leçons de la crise. Dès 2009, un règlement encadre leur activité en définissant les conditions de compétence, d'indépendance et de transparence du processus de notation. « *La transparence des méthodes de notation est essentielle*, estime Florian Grandcolas, directeur de la recherche crédit chez AXA-IM, *lorsqu'une agence dégrade la note d'un pays, on est en droit d'attendre autre chose qu'une explication a posteriori. Plus généralement, la dimension systémique de leur activité, même si elles s'en défendent, impose un encadrement* ». Encadrer est nécessaire mais ne suffit pas, encore faut-il désigner un gendarme pour surveiller le respect des règles. Le législateur



JEAN-PAUL GAUZÈS,
DÉPUTÉ EUROPÉEN,
COORDINATEUR
DES DÉPUTÉS PPE
À LA COMMISSION
AFFAIRES ÉCONOMIQUES
ET MONÉTAIRES

Pourquoi l'Europe a-t-elle décidé dès 2008 de réglementer les agences de notation ?

Le commissaire européen au marché intérieur, Michel Barnier, a estimé à juste titre qu'elles avaient une part de responsabilité dans la crise. C'est ainsi que deux règlements adoptés en 2009 sont venus définir les conditions de cette activité, imposer aux agences une procédure d'agrément, et les placer sous la tutelle d'un organe de supervision. Ce dernier point a été très discuté. Personnellement, je me suis battu pour que l'on donne compétence à l'ESMA. Certains préféraient conserver une compétence nationale et refusaient de la déléguer au nouveau régulateur européen. Finalement, ce pouvoir direct est le premier qui lui a été conféré.

En janvier dernier, l'Europe a adopté un troisième règlement, quel est son objet ?

Il vient compléter le dispositif sur deux points essentiels. D'abord, il organise la notation de la dette souveraine, notamment en imposant aux agences d'informer à l'avance des dates de publication des notes non sollicitées. Cela a été difficile car certains États estimaient que si la note était bonne, il était important de la connaître le plus vite possible. Nous avons expliqué qu'il suffisait de demander une note volontaire. Ensuite, nous avons enclenché le processus de « désintoxication », en décidant que jusqu'en 2020 on n'ajouterait plus aucune référence obligatoire aux notes d'agences dans la réglementation européenne.

Au plus fort de la crise de la dette souveraine, certains réclamaient la création d'une agence européenne, qu'en est-il ?

L'idée a finalement été abandonnée. Elle était discutable sur le principe car elle équivalait à vouloir choisir son juge en espérant qu'il serait plus favorable que les autres agences. De toute façon, le projet était irréaliste, je ne pense pas que l'on puisse créer de la concurrence par la réglementation. Le dernier règlement adopté en janvier clôt le dossier. Il s'agit maintenant d'appliquer les textes. Nous sommes parvenus à un bon équilibre, étant précisé que les règles ne s'appliquent qu'en Europe, alors que la plupart des notes émises par les grandes agences le sont depuis les États-Unis. C'est la limite du système...

européen choisit de confier ce pouvoir à toute nouvelle autorité européenne des marchés financiers, l'AEMF (plus connue sous l'acronyme anglais ESMA). Toutes les agences sont alors appelées à s'engager dans un processus d'homologation, à commencer bien sûr par les trois grandes, qui passent l'examen avec succès. Mais elles ne sont pas les seules : à la date du 20 mars 2013, 21 agences ont été homologuées en Europe. Bruxelles aurait pu se cantonner à réglementer et surveiller, mais la crise de la dette souveraine a soulevé une autre question, celle du poids des agences. Au point que certains ont envisagé de s'en émanciper en créant de toute pièce une agence européenne. Finalement, l'Europe a opté en janvier dernier pour un processus de « désintoxication », consistant autrement dit à réduire la référence aux notes dans la réglementation. Car si les agences ont pris un tel pouvoir, c'est aussi qu'on le leur a donné. Pour sécuriser la finance, la réglementation européenne a en effet adopté le réflexe depuis des années d'imposer aux entreprises qu'elles se fassent noter avant d'émettre des titres, ou encore d'évaluer les besoins de capitaux propres des banques en fonction... des notations des titres détenus !

nécessaire car en légitimant le recours systématique aux notes, les régulateurs légitiment dans le même temps une forme de déresponsabilisation de certains gérants d'actifs qui se contentent des avis émis par les agences sans procéder à leurs propres analyses » estime Philippe Tibi, président de l'AMAFI. « Ceci contribue d'ailleurs au monopole des agences de notation, le poids qu'on leur a conféré a abouti à supprimer toute possibilité de rémunération sur l'activité recherche-crédit des acteurs de marché financier, qui l'ont donc finalement abandonnée. Veillons à ce que la recherche equity ne suive pas le même chemin, pour d'autres raisons ».

Tandis que les régulateurs financiers font machine arrière, les investisseurs semblent eux-mêmes avoir tiré les leçons des derniers événements. « Jusqu'à la crise de 2008, les investisseurs accordaient beaucoup de crédit aux notes, d'où une forte volatilité, désormais on sent une volonté de s'en émanciper, laquelle est encouragée par le législateur européen », analyse Florian Grandcolas. Les événements récents confirment la nécessité de développer, à côté des notes des agences qui conservent leur utilité, une recherche interne comme nous l'avons toujours fait chez AXA IM ». Reste à savoir si tous les acteurs auront les moyens de développer cette recherche qui semble être l'un des outils susceptibles de tempérer le pouvoir des agences, en attendant que les effets de la « désintoxication » se fassent sentir et, peut-être, que de nouveaux acteurs viennent concurrencer les poids lourds du marché.

Olivia Dufour

** Pour en savoir plus : Les agences de notation, par Norbert Gaillard. Editions La Découverte - Coll. Repères 2010 - 126 p.*

Le risque d'une déresponsabilisation

C'est ainsi que la régulation financière a contribué largement à transformer les agences en acteurs systémiques. Hélas, ce n'est pas la seule conséquence néfaste. « La banalisation du rôle des agences est

■ ICSA – ASSEMBLÉE GÉNÉRALE ANNUELLE SYDNEY, 7-9 MAI 2013



© Anh Ngo - Fotolia.com

L'International Council of Securities Associations (ICSA) a tenu sa 26^{ème} Assemblée générale à Sydney, accueillie par l'Association australienne des marchés financiers. L'AMAFI était représentée par Pierre de Lauzun, Délégué général et Véronique Donnadiou, Directeur des affaires européennes et internationales.

Comme d'habitude, cette réunion a été scindée en deux parties, l'une privée, réservée aux membres de l'ICSA, l'autre publique, sous forme de conférence à laquelle étaient invitées des personnalités du monde financier (régulateurs, politiques, industrie).

La session publique, caractérisée par son prisme asiatique compte tenu de sa localisation, a donné lieu à différents échanges et interventions sur les problématiques au cœur de l'action de régulation internationale. La réunion privée a, quant à elle, été l'occasion de dresser le bilan des activités de l'Association sur l'année écoulée. Elle a aussi permis de poser le cadre de réflexion d'une éventuelle redéfinition des objectifs assignés à ICSA eu égard aux enjeux d'une représentation collective efficace au niveau international, dans un contexte où les développements réglementaires sont particulièrement importants.

Véronique Donnadiou

■ CONSÉQUENCES DES ÉVOLUTIONS DE LA STRUCTURE DE MARCHÉ SUR LA RÉGULATION.

L'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (OICV ou IOSCO) a soumis à consultation un document intitulé "*Regulatory Issues Raised by Changes in Market Structure*". L'objectif, dans un contexte où la fragmentation des marchés actions est de plus en plus observée, est de proposer des recommandations afin que les régulateurs surveillent les conséquences de cette fragmentation sur l'intégrité des marchés, la consolidation et la diffusion des données de marché, les règles d'exécution et l'accès aux poches de liquidité.

A l'aune du contexte européen dans lequel ses adhérents exercent leurs activités, l'AMAFI a considéré que les recommandations ainsi proposées étaient pertinentes (AMAFI/13-20). Elle a toutefois souligné que l'enjeu le plus immédiat à ses yeux est aujourd'hui celui de la consolidation des données de marché et des coûts d'accès à ces données. Elle a également rappelé que la fragmentation des marchés est la conséquence de la volonté politique que le modèle de marché européen soit fondé sur un principe de concurrence entre systèmes de négociation mais que cette concurrence n'est pas sans soulever des difficultés. D'une part, parce qu'elle conduit naturellement les infrastructures de marché à concentrer leurs efforts sur les valeurs les plus liquides au détriment des valeurs petites ou moyennes pour lesquelles des situations de monopole de fait, mais non régulés comme tels, sont constatées. D'autre part, parce que la concurrence entre infrastructures de post marché reste très faible alors que le modèle en silo prédomine.

Véronique Donnadiou

Emmanuel de Fournoux

■ DÉPLACEMENT À WASHINGTON, 10-12 AVRIL 2013

Comme chaque année, l'AMAFI a organisé pour le compte de l'EFSA (*European Forum of Securities Associations*), un déplacement à Washington pour rencontrer des institutions et autorités financières nord-américaines et internationales (FMI, Réserve fédérale, Congrès, Trésor, CFTC et SEC). La délégation EFSA, constituée cette année de l'*Association for Financial Markets in Europe* - AFME, représentée par Simon Lewis, l'AMAFI, représentée par Pierre de Lauzun et Véronique Donnadiou et le *Bundesverband der Wertpapierfirmen* - BWF, représentée par Michael Sterzenbach, a ainsi pu échanger avec ses interlocuteurs sur différents sujets de régulation financière et bancaire, notamment

concernant les marchés dérivés et les règles prudentielles.

Ces discussions ont conduit à mettre l'accent sur les problématiques de champ territorial attachées à différentes réglementations, qui renforcent ainsi l'enjeu de leur coordination internationale, sous peine de remettre en question la cohérence de la mise en œuvre des engagements du G20. Elles sont par ailleurs intervenues dans un contexte où les interlocuteurs rencontrés étaient très désireux d'échanger sur la situation politique et économique européenne, perçue comme particulièrement complexe et préoccupante.

Véronique Donnadiou

■ MARCHÉS DE DÉRIVÉS DE MATIÈRES PREMIÈRES

Alors que de nouvelles dispositions réglementaires visant à encadrer les transactions sur les dérivés de matières premières sont toujours en discussion au niveau européen dans le cadre de la révision des directives MIF et Abus de marché, l'AMAFI a de nouveau souhaité attirer l'attention des autorités européennes sur cinq points qui lui paraissent nécessiter un examen tout particulier :

- La nécessité d'inclure dans le cadre MIF les acteurs non régulés offrant des services de même nature que les établissements financiers, quitte à ce que cette inclusion soit opérée progressivement ;
- Le rôle primordial des chambres de compensation et de leurs adhérents pour la mise en place d'un système efficace de limites de position ;
- L'importance d'une définition précise du cadre applicable à un dispositif harmonisé et exhaustif de reporting de position ;
- La nécessité de maintenir les dérivés à dénouement physique dans le champ des instruments financiers ;
- Le caractère indispensable d'une information suffisamment normée sur le marché physique sous-jacent pour que l'insertion dans la directive Abus de marché des dérivés de matières premières serve les objectifs assignés.

Un courrier en ce sens, disponible sur le site de l'AMAFI, a été adressé fin avril à la Commission européenne, au Conseil et au Parlement européen.

**Véronique Donnadiou,
Dominique Depras**

■ LUTTE CONTRE LE BLANCHIMENT PROJET DE 4^{ÈME} DIRECTIVE

La Commission européenne a publié le 5 février dernier sa proposition de 4^{ème} directive relative à la prévention de l'utilisation du système financier à des fins de blanchiment de capitaux et de financement du terrorisme. Dans l'optique des discussions qui vont être engagées au niveau européen sur ce texte, l'AMAFI a fait part au Trésor de ses observations sur certains points identifiés par son Groupe LAB-FT (AMAFI / 13-17).

Ainsi, alors que le projet laisse une part d'appréciation très importante aux Autorités de supervision européennes et aux Etats en ce qui concerne les mesures à mettre en œuvre, l'Association a particulièrement insisté sur la nécessité d'une véritable harmonisation des règles au niveau européen pour assurer l'égalité du champ concurrentiel.

Par ailleurs, constatant que certains critères de risque seraient dorénavant laissés à l'appréciation des assujettis, l'AMAFI a mis en avant l'indispensable implication des pouvoirs publics en la matière, notamment en ce qui concerne l'identification des juridictions considérées comme équivalentes, la mise en place de registres nationaux identifiant les bénéficiaires effectifs, ainsi que la mise à disposition de listes des personnes considérées comme « politiquement exposées » du point de vue domestique.

Le processus de révision de la directive LAB-FT venant seulement de débiter, l'Association poursuivra ses réflexions dans les mois à venir afin de transmettre, si nécessaire, des propositions de modifications aux institutions européennes ainsi qu'aux autorités françaises.

Stéphanie Hubert, Julien Perrier

■ FINANCEMENT DE LONG TERME

La Commission européenne a lancé une consultation sur le financement à long terme de l'économie européenne, via un Livre vert publié fin mars. L'objectif est « de lancer un vaste débat sur la manière de relever les défis pressants et complexes liés au financement à long terme de l'économie européenne », et notamment « d'identifier les mesures politiques envisageables destinées à lever les barrières aux financements à long terme ». Sont particulièrement au centre de l'attention :

- La capacité des établissements financiers à mettre à disposition des financements à long terme ;
- L'efficacité et l'efficience des marchés financiers dans la mise à disposition d'instruments de financement à long terme ;
- Les facteurs transversaux favorisant l'épargne et le financement à long terme ;
- La facilité d'accès des PME aux financements bancaires et non bancaires.

Une large palette de sujets est examinée à cette occasion : des normes comptables internationales à la gouvernance des entreprises en passant bien sûr, par la régulation des marchés et des acteurs financiers. L'AMAFI est en train de préparer sa contribution à une réflexion qui rejoint l'une de ses préoccupations essentielles aujourd'hui.

Bertrand de Saint Mars

■ OFFRE ICE - NYSE EURONEXT

L'accord de fusion entre ICE et NYSE-Euronext, annoncé fin 2012, s'inscrit dans la continuité d'un mouvement de consolidation des bourses amorcé à la fin des années

90. Cette opération ne peut toutefois être seulement considérée sous l'angle de sa logique industrielle, indéniable pour les opérateurs concernés. Elle doit aussi être analysée au regard de l'enjeu que représente un écosystème de Place en mesure de servir durablement les besoins propres des émetteurs et des épargnants français dans un contexte où, sous l'effet conjugué de Bâle 3 et Solvabilité 2, notre économie devra avoir de plus en plus recours au marché pour se financer.

Alors que cet écosystème est en affaiblissement préoccupant depuis cinq ans, sa capacité à financer pleinement la reprise

économique est de moins en moins certaine, notamment en ce qui concerne les PME et ETI qui n'ayant pas accès pour la plupart, aux marchés de capitaux internationaux, seront alors les plus affectées par la pénurie de financements disponibles. Les facteurs à l'œuvre dans cet affaiblissement sont divers (posture de négation de l'utilité d'une place forte, fiscalité détournant l'épargne du financement long des entreprises, recherche d'exemplarité se traduisant par des distorsions concurrentielles au détriment des acteurs français), et si l'offre ICE-NYSE n'y joue pas un rôle majeur, elle y contribuera néanmoins.

Dans cet environnement, la réflexion menée par l'AMAFI sous l'égide de son Conseil a conduit à considérer, avec d'autres, que compte tenu des conditions de cette offre, elle peut aussi être une opportunité de reprise en main d'un outil essentiel. Saisir cette opportunité n'a toutefois de sens que

si l'utilité d'une Place financière forte est reconnue comme priorité, notamment par :

- Des décisions claires et assumées pour orienter l'épargne vers le financement long de l'économie (fonds d'allocation – notamment par la constitution d'un Fonds de Financement de l'Economie Française –, capital risque, Bourse de l'Entreprise, ...), tant sur le plan réglementaire que fiscal ;
- La volonté de conserver en France la maîtrise des infrastructures de marché critiques en participant à leur capital dans le cadre d'un projet industriel articulé assurant leur pérennité face à leurs concurrentes ;
- Une régulation adaptée permettant de mettre à profit, au bénéfice des émetteurs et des investisseurs, l'affaiblissement possible des places *off shore*.

Des éléments de réflexion en ce sens ont été rassemblés dans une note (AMAFI / 13-19), adressée au Ministre de l'Economie.

Emmanuel de Fournoux

■ CONSERVATION DES MESSAGERIES ÉLECTRONIQUES

Dans le prolongement de la réunion de concertation qu'elle avait organisée au sujet de l'introduction d'une obligation de conservation des messageries électroniques à la charge des prestataires de services d'investissement, l'AMF a mis en consultation un projet de texte modifié relatif à cette obligation. Celui-ci prévoit notamment d'établir une distinction entre les personnes dont les courriers électroniques professionnels doivent être systématiquement enregistrés par le prestataire et celles dont les courriers électroniques ne sont enregistrés que lorsque le RCSI l'estime utile au regard des risques d'abus de marché.

L'AMAFI a transmis à l'Autorité une proposition de rédaction alternative qui vise d'abord à assurer la bonne lisibilité de cette nouvelle obligation, en faisant apparaître une claire distinction entre les différentes catégories de personnes dont les courriers électroniques devront être conservés (AMAFI / 13-21).

Par ailleurs, l'Association a proposé la suppression de la disposition concernant la durée maximale de conservation des courriers électroniques de 5 ans, qui entre en conflit avec d'autres lois en vigueur en France comme dans d'autres pays avec lesquels des courriers peuvent être échangés.

A ce stade, le calendrier de mise en œuvre de cette obligation n'est pas encore fixé.

Stéphanie Hubert, Julien Perrier

■ BOURSE DE L'ENTREPRISE ENTERNEXT

Le 23 mai dernier, NYSE-Euronext a lancé officiellement son projet de « place de marché des PME-ETI ». Constituée sous la forme d'une filiale localisée en France ayant pour objet d'assurer la promotion et le développement du marché des valeurs de moins d'un milliard d'euros de capitalisation, EnterNext est caractérisé notamment par :

- Un périmètre englobant les valeurs du compartiment B et C de NYSE Euronext ainsi

que NYSE Alternext pour chacun des pays de la « zone Euronext » soit 750 valeurs à ce jour ;

- Une gouvernance organisée autour d'un Directeur Général recruté en externe et un Conseil d'Administration de quinze membres (Directeur Général, sept représentants de NYSE Euronext et sept administrateurs externes) ;
- Des équipes commerciales couvrant tout le territoire, certaines d'entre elles étant basées en régions.
- Des ressources de 18 millions d'euros annuels ;
- Des réductions tarifaires au profit des émetteurs, tant sur les frais de transfert du marché réglementé vers Alternext, que sur les frais d'introduction en Bourse.

Comme elle l'a souligné à diverses reprises, l'AMAFI estime que ces éléments vont dans le bon sens mais qu'ils doivent être approfondis et améliorés, en particulier sur la question du modèle de marché et de la tarification applicable aux membres.

Emmanuel de Fournoux

FISCALITÉ

■ PROTECTION DE LA CLIENTÈLE

L'instruction ACP n° 2012-I-07 fait obligation aux établissements de répondre chaque année à un questionnaire relatif à l'application des règles de protection de la clientèle. Dans ce contexte, l'AMAFI a sollicité l'Autorité afin de clarifier le champ d'application de ce questionnaire, qui comprend des questions peu adaptées aux activités de nombre de ses adhérents et recouvre par ailleurs des thèmes traités par le rapport de contrôle RCCI/RCSI de l'AMF.

Après des échanges avec les services de l'ACP, l'AMAFI a pu apporter des clarifications utiles à ses adhérents. Sont ainsi dispensés de répondre aux sections du questionnaire non dédiées aux données générales les concernant, les établissements qui sont exclusivement en relation avec des clients professionnels au sens de l'article L. 533-16 du Comofi, et ceux qui n'offrent que des services d'investissement, sans avoir développé de partenariats pour la mise à disposition de comptes espèces dotés de moyens de paiement ou offrant des comptes espèces uniquement liés à des comptes-titres.

Stéphanie Hubert, Julien Perrier

■ TTF - PROJET EUROPÉEN

Les dangers liés au projet européen de Taxe sur les Transactions Financières (TTF) retiennent l'attention d'un nombre croissant d'acteurs, notamment émetteurs. Ainsi, en avril, l'Association française des trésoriers d'entreprises a fait part de ses inquiétudes en la matière au Ministre de l'économie, tandis qu'en mai, Business Europe, réunion des MEDEF européens, a fait de même auprès des ministres des finances des Etats membres.

Pour sa part, l'AMAFI a été cosignataire en avril avec l'AFG, l'ANSA, la FBF, la FFSA, le MEDEF et Paris Europlace d'un courrier au Ministre de l'Économie qui met « *met en garde* » le gouvernement français contre ce projet de « *taxe destructrice de richesse* » qui « *affaiblira gravement la compétitivité des entreprises* ». Elle a par ailleurs contribué à l'élaboration du courrier adressé par ICSA (*International Council of Securities Associations*) à la Commission Européenne, au Conseil ECOFIN, au Président du Conseil Européen, dénonçant les implications économiques particulièrement néfastes du projet européen. Ces courriers sont disponibles sur le site de l'AMAFI.

Eric Vacher

■ FINANCEMENT LONG - RAPPORT BERGER-LEFEBVRE - ASSISES DE L'ENTREPRENEURIAT

Début avril, les députés Karine Berger et Dominique Lefebvre ont rendu public leurs propositions dans le cadre de la mission qui leur avait été confiée en octobre dernier par le Premier Ministre.

Leur rapport « *Dynamiser l'épargne financière des ménages pour financer l'investissement et la compétitivité* » pose dix recommandations et quinze mesures. Compte tenu des précisions fournies par ailleurs au terme des Assises de l'entrepreneuriat, trois grandes séries de mesures, dont le détail exact reste à préciser, devraient être prochainement mises en œuvre :

- Augmentation du plafond du PEA de 132 k€ à 150 k€ avec adjonction au sein de celui-ci d'une poche complémentaire où dans la limite de 75 000 €, pourront être réalisés des investissements en actions et obligations de PME et ETI, cotées et non cotées ;
- Réforme du dispositif d'imposition des plus-values de cessions de titres où, à côté d'un régime « incitatif » favorisant la création d'entreprise et la prise de risque élevée dans certain cas, les abattements au barème de l'IR sont renforcés pour atteindre 50 % entre deux et moins de huit ans de détention et 65 % au-delà.
- Modification du régime de l'assurance-vie pour que les placements excédant 500.000 euros soient plus affectés vers l'investissement en actions d'entreprises cotées et non cotées.

En conclusion des Assises, le Président de la République a souligné que « *tout laisse à penser que notre épargne n'est pas affectée au mieux par rapport aux besoins qui sont ceux de l'économie réelle* ». Pourtant au regard des orientations récemment prises, tant par le relèvement du plafond du Livret A et du LDD, que par les dispositions de fiscalisation de l'épargne financière de la loi de finances pour 2013, il semble peu probable, pour l'AMAFI, que les mesures ainsi envisagées puissent apporter rapidement une réponse à la hauteur de l'enjeu que représente le retour de la croissance, et donc le financement des entreprises, au premier chef desquelles figurent les PME et ETI.

L'AMAFI continuera bien sûr à suivre activement ce dossier au cours des semaines et mois qui viennent.

Eric Vacher

CONFÉRENCE

RÉVISION DE LA DIRECTIVE ABUS DE MARCHÉ 11 OCTOBRE 2013

L'AMAFI organise conjointement avec l'AEDBF - France (Association Européenne pour le Droit Bancaire et Financier) et en collaboration avec BNP Paribas, une matinée de conférence sur la révision de la Directive Abus de marché, **le 11 octobre prochain**.

Des intervenants du monde académique, de la Commission européenne, des pouvoirs publics et des marchés financiers présenteront leurs visions des changements à venir.

Renseignements et inscriptions :
Sicile Rouillé, srouille@amafi.fr

ZOOM AMAFI

NOMINATION

■ CONSEIL AMAFI

NOMINATION DE CENSEURS

Le Conseil a décidé d'utiliser la possibilité ouverte par les statuts en nommant comme censeurs MM. **Xavier Boisseau**, Responsable Global Markets de HSBC, et **Philippe de Portzamparc**, Président de Portzamparc Société de bourse.

ACTIVITÉS

AMAFI

Chiffres clés du 01/05/2012 au 01/05/2013

26 Réponses à des consultations publiées ou en cours

23 Notes d'analyse / de position

7 Conférences et événements AMAFI

3 Normes professionnelles

2 Bonnes pratiques professionnelles

L'Assemblée générale annuelle de l'AMAFI

aura lieu le

**Judi 13 juin 2013,
à 17 h 15**

au Palais Brongniart.

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

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

MARCHÉS ET FINANCEMENT DES RETRAITES

L'AMAFI et Revue Banque publient début juin un nouvel hors série Revue Banque intitulé :

« **Sommes nous prêts pour des fonds de pension à la française ?** »

Signé par une palette d'experts français et internationaux, l'ouvrage dresse un état des lieux et avance des propositions pour financer les retraites, démontrant comment les marchés peuvent jouer un rôle dans la couverture des risques sociaux majeurs, et notamment comment la capitalisation pourrait utilement compléter notre régime par répartition.

Une **conférence-débat** est organisée à l'occasion de la sortie de ce hors série, **lundi 1^{er} juillet à 18 heures**.

Renseignements et inscriptions sur www.amafi.fr/agenda.

Philippe Bouyoux



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
- **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

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