

# LE PARI RISQUÉ DE LA TAXE SUR LES TRANSACTIONS FINANCIÈRES

**EDITO** *Le processus formel de révision des directives MIF et Abus de marché est lancé. Mi-octobre la Commission européenne a ainsi publié ses propositions de textes à destination du Conseil et du Parlement européen.*

*Ces textes, une directive et un règlement dans chaque cas, sont fondamentaux. Bien sûr, parce qu'au premier chef, ils constituent des pierres angulaires du cadre d'exercice des activités de marchés financiers que représente l'Association. Mais aussi, et peut-être surtout, parce que leur ambition est de combler certaines failles constatées et de restaurer la crédibilité d'un outil de marché que ces failles, mais aussi la crise, ont profondément entamée.*

*Le travail d'analyse et de recherche de solutions alternatives ou complémentaires engagé par l'Association, et reflété dans ces pages, va être particulièrement mené au regard de ce prisme. Pour jouer pleinement leur rôle de financement de l'économie et de couverture des risques, les marchés doivent en effet bénéficier de la confiance des émetteurs et des investisseurs.*

*Il est à craindre cependant que cet objectif ne puisse être pleinement atteint. Faute d'une réelle réflexion sur le modèle de marché que l'Europe veut privilégier au regard des besoins de son économie, les textes présentés soulèvent différentes difficultés. Celles-ci sont d'autant moins satisfaisantes qu'elles contrarieront la mise en œuvre fluide et harmonisée que nécessite la construction d'un marché intégré. L'enjeu des prochains mois pour l'AMAFI sera donc d'apporter sa contribution aux réflexions menées par les institutions européennes pour clarifier le dispositif normatif et assurer son efficacité par rapport aux buts qui lui sont assignés.*

**Pierre de Lauzun**

Délégué général de l'AMAFI



*A la faveur de la crise, la taxe sur les transactions financières occupe la Une de l'actualité. Mais est-elle réalisable, selon quelles modalités et pour quel bénéfice ?*

## SOMMAIRE

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

# LE PARI RISQUÉ DE LA TAXE SUR LES TRANSACTIONS FINANCIÈRES

« **L**e monde de la finance doit contribuer à résoudre la crise actuelle à laquelle nous faisons face » a déclaré le Président Nicolas Sarkozy à l'issue de son entretien avec son homologue américain Barack Obama le 3 novembre dernier dans le cadre du G20 de Cannes. Cette « contribution » renvoie à la taxe sur les transactions financières (TTF), plus connue historiquement sous le nom de taxe Tobin, dont le projet se précise à mesure que la crise s'aggrave. A ceci près que l'ambition du couple franco-allemand de rallier les autres régions du monde à ce projet, et en particulier les Etats-Unis, est tombée à l'eau lors du G20. Et pour cause, la plupart des pays y sont opposés, dont les Etats-Unis bien sûr, mais aussi le Canada, l'Australie, la Russie ou encore l'Inde. Dans la mesure où la France et l'Allemagne maintiennent leur volonté politique, il est probable que l'on s'achemine néanmoins vers une taxe en Europe. L'Union y réfléchit d'ailleurs depuis plus d'un an. En septembre 2010, le Conseil européen des ministres des finances avait pourtant pris acte des conclusions de l'étude menée à sa demande par la Commission avant l'été, laquelle n'était pas favorable à la taxe. Rappelons qu'à cette même époque, Dominique Strauss-Kahn, alors directeur du FMI, avait lui aussi exprimé son opposition. Mais en juin dernier, c'est le coup de théâtre ! Le président de la Commission européenne, José Manuel Barroso, soutient pour la première fois officiellement le projet devant le Parlement européen. Bruxelles présente un projet de directive le 28 septembre, entérinant ainsi son revirement sur le dossier.

Le projet opte pour une taxe d'un montant très faible mais assis sur une large assiette. Ainsi, il est prévu de prélever 0,1% du montant des transactions sur les actions et les obligations, et 0,01% sur les dérivés. Toutes les transactions sont concernées, qu'elles interviennent sur un marché réglementé ou pas. En première analyse, la taxe telle que conçue par le projet de directive paraît légère, son fonctionnement simple, sa légitimité parfaitement défendable. En réalité, elle soulève beaucoup de questions, tant en théorie qu'en pratique. A commencer par l'objectif poursuivi. S'agit-il de freiner la spéculation ? De trouver des recettes budgétaires supplémentaires ? D'associer la sphère financière aux efforts pour sortir de la crise ? A ce stade, un bref rappel historique s'impose. Lorsque le prix Nobel d'économie James Tobin lance l'idée de cette taxe qui porte désormais son nom, au début des années 70, il s'agit d'en faire un outil international de régulation de la finance destiné à décourager le court-termisme. Dans les années 90, les altermondialistes s'emparent du concept et le transforment en un instrument de lutte contre les « dérives de la finance ». Ce dévoiement, James Tobin, n'aura de cesse de le contester.

## **U**n sérieux problème de faisabilité

Le projet de directive européenne avance deux raisons à la mise en place de la TTF. D'une part, il s'agit de faire participer le secteur financier à l'assainissement des finances publiques. D'autre part, Bruxelles entend

renforcer le marché unique de l'Union en harmonisant le système existant. En effet, 10 États membres sur 27 auraient déjà institué une taxe de cette nature, même si elles sont disparates et pas forcément comparables à la TTF dans la pratique. Ainsi la *stamp tax* britannique par exemple recouvre un champ de transactions beaucoup plus réduit que le projet européen. En l'état, la TTF divise sérieusement les économistes, certains la défendent tandis que d'autres, plus nombreux, la jugent inefficace, voire dangereuse. « La taxe sur les transactions financières soulève un sérieux problème de faisabilité. Si quelques pays seulement décident de l'appliquer, on va se retrouver face à un déséquilibre concurrentiel. Par ailleurs, admettons que l'on veuille lutter contre la spéculation, comment va-t-on distinguer parmi l'ensemble des opérations celles qui relèvent de la spéculation pure et celles qui sont utiles à l'économie ? Cela suppose de mettre en place un système de contrôle aussi complexe que coûteux. Et à supposer même que l'on dépasse ces obstacles, il faudra instituer des mécanismes de collecte et de surveillance, lourds et coûteux également. Quitte à réguler la finance, le mieux serait de renforcer le cadre réglementaire existant », estime pour sa part Marc Touati, directeur des études économiques d'Assya Compagnie Financière. Il résume ainsi les deux grandes inquiétudes qui affectent les acteurs financiers à l'heure actuelle. L'une d'elle est déjà en passe de se réaliser. L'échec d'un accord des pays membres du G20 oriente en effet la suite des événements vers une solution européenne. Et encore. La taxe ne se jouera vraisemblablement pas à l'échelle



**STÉPHANE DEO,**  
DIRECTEUR DE  
RECHERCHE  
EUROPE, UBS

**Que pensez-vous du projet visant à mettre en place une taxe sur les transactions financières, tel qu'il se dessine ?**

Si l'on applique la taxe de 0,1% prévue dans le projet de directive de Bruxelles, sachant en outre que la plupart des autres régions du monde s'y sont déclarées opposées lors du G20 et que la réforme ne fait pas l'unanimité en Europe, on va tout simplement doubler les frais de transactions sur les actions et les obligations dans les pays qui feront le choix d'instaurer la taxe et donc pénaliser les acteurs de ces Etats. En pratique, les investisseurs qui le pourront iront ailleurs, les autres vont modifier leur comportement, par exemple ralentir la rotation de leur portefeuille. Certains produits et activités risquent même de disparaître. Ce qui va très vite soulever la question de la liquidité.

**Compte-tenu des sommes en jeu, en quoi le doublement des frais est-il si insupportable ?**

Cela dépend des produits et des stratégies d'investissement, mais dans certains cas une taxe apparemment indolore de 0,1% peut s'avérer tout simplement rédhibitoire. Prenez l'exemple de l'obligation allemande à 2 ans, elle affiche une rentabilité de 0.56%, si l'on taxe 1/5<sup>ème</sup> de sa rentabilité, ce n'est pas anodin. Parmi les motifs invoqués par les défenseurs de la taxe figure la volonté de lutter contre la volatilité. Or, si l'on diminue la liquidité en décourageant les investisseurs, on va nécessairement entraîner une augmentation de la volatilité ! Et accessoirement réduire le nombre d'opérations susceptibles d'être taxées. C'est l'effet classique d'éviction bien connu en matière de fiscalité. Dès qu'on impose une taxe, on réduit de facto son assiette en provoquant une fuite des acteurs concernés.

**Donc il faut renoncer à faire participer la finance à l'effort de sortie de crise ?**

Pas forcément. Le problème en l'espèce, c'est que l'outil est mal pensé et risque d'avoir des effets négatifs inattendus. Une taxe doit entraîner le moins de distorsions possibles, or ici nous allons vers un doublement, au minimum, des coûts de transaction, voire beaucoup plus dans certains cas. Si l'on veut vraiment taxer la finance, laissons le marché fonctionner normalement et augmentons la fiscalité existante, à la sortie.

des 27 dès lors que la Grande-Bretagne y est farouchement opposée. Pas plus qu'elle ne semble envisageable au niveau de la zone euro, car même là, il n'existe pas de consensus. En réalité, les pays favorables à la TTF, outre le couple franco-allemand qui joue un rôle moteur, sont peu nombreux : la Belgique, l'Espagne, le Portugal et la Finlande.

**risque concurrentiel**

On s'achemine donc vers le plus risqué des scénarii, à savoir une décision limitée à quelques Etats qui risquent ainsi de pénaliser leurs marchés et de provoquer une fuite des investisseurs. Sans compter le fait que l'on s'éloigne des calculs de la Commission européenne qui tablait à l'origine sur un produit annuel de l'ordre de 55 milliards d'euros. « Plus le champ territorial se réduit, plus l'assiette diminue, écartant les activités les plus délocalisables et impliquant une augmentation potentielle du montant de la taxe si l'on veut maintenir le rendement envisagé. C'est pourquoi la piste envisagée par la France et l'Allemagne consiste à concevoir un système de TTF nationales dotées de règles territoriales les plus larges possibles ce qui inciterait les pays n'ayant pas opté pour la TTF à s'y rallier pour récupérer, via un accord d'élimination des doubles impositions, le bénéfice de la taxe prélevée sur leurs ressortissants, mais encaissée par un autre Etat » explique Eric Vacher, conseiller affaires fiscales de l'AMAFI. Le deuxième sujet d'inquiétude porte sur les effets potentiellement pervers de la taxe sur certains produits ou activités.

Car si le prélèvement de 0,1% conçu par Bruxelles paraît faible en soi et donc tout à fait raisonnable rapporté à l'importance des flux financiers concernés, en pratique, la taxe va impacter de manière très différente les activités financières selon leur nature (cf. interview de Stéphane Déo ci-contre). « Si les politiques vont au bout de leur projet, alors il va falloir définir non pas un seul taux mais plusieurs, adaptés à chaque typologie de produit, pour que la taxe conçue à l'origine pour être quasiment indolore ne se transforme pas en élément aberrant du coût de revient de certaines opérations, leur retirant toute viabilité économique. » précise Eric Vacher. A entendre les discours des superviseurs boursiers, en particulier l'AMF, la TTF pourrait également être utilisée comme un outil de régulation. Mais là encore, tout est question d'objectifs. « Si la taxe vise à réguler les pratiques de marché dont les excès peuvent s'avérer nuisibles, et constituer ainsi une assurance contre ces risques, alors le raisonnement est défendable. Mais il faut que le produit de cet impôt, à supposer qu'il soit décidé, demeure dans la sphère financière en tant que mécanisme d'assurance et ne serve pas à financer des dépenses courantes des Etats. A fortiori, il ne faudrait pas que cette taxe devienne un outil de protectionnisme » estime Véronique Riches-Flores, en charge de la Recherche Thématique Cross Asset à la Société Générale.

A l'issue du G20, Nicolas Sarkozy a indiqué qu'il entendait mettre en place la taxe sur les transactions financières d'ici 2012.

**Olivia Dufour**

## ■ DÉPLACEMENT À WASHINGTON

### 3 ET 4 OCTOBRE 2011

L'AMAFI a de nouveau mis en place cette année, pour le compte de l'EFSA (*European Forum of Securities Associations*), une série de réunions avec des représentants de haut niveau du Congrès (Chambre des représentants et Sénat) mais aussi des autorités financières (*Treasury*, Fed, SEC et CFTC). La délégation EFSA, constituée de l'AFME (*Association for Financial Markets in Europe*), l'AMAFI, représentée par Pierre de Lauzun, Délégué général et Véronique Donnadiou, Directeur des affaires européennes et internationales, et SSDA (*Swedish Securities Dealers Associations*), a ainsi pu discuter avec ses interlocuteurs d'une large série de sujets transatlantiques. Les réglementations financières en cours d'élaboration dans chaque zone ont été bien sûr au centre de l'attention, notamment celles relatives aux marchés de dérivés et aux règles prudentielles, surtout alors qu'elles suscitent des problématiques importantes de territorialité réglementaire et de nécessaire coordination entre autorités. Mais de nombreux échanges ont également porté sur la crise européenne et d'une façon générale, sur les perspectives économiques et financières mondiales, les membres du Congrès, le Trésor et le Président de la CFTC ayant marqué un intérêt particulier sur ces questions.

**Véronique Donnadiou**

## ■ LUTTE CONTRE LE BLANCHIMENT

Le GAFI organise une nouvelle réunion avec les représentants du secteur privé les 5 et 6 décembre prochains afin d'examiner les propositions de révision de ses recommandations, arrêtées lors de son dernier comité plénier des 27 et 28 octobre. ICSA y sera présente et fera valoir les différents points qu'elle a déjà exprimés, notamment dans sa réponse à la consultation du GAFI menée en septembre, disponible sur le site de l'Association.

Par ailleurs, après la publication récente de ses lignes directrices sur les bénéficiaires effectifs, de visée générale, l'ACP examine maintenant le cas particulier des fonds de placement (FCP, SICAV, fonds de droit étranger, *hedge funds*, etc.). Ceux-ci constituant souvent une part importante de la clientèle des établissements membres de l'AMAFI, son Groupe LAB/FT s'implique tout particulièrement sur ce sujet.

**Stéphanie Hubert, Marie Thévenot**

## RÉVISION DE LA MIF

La Commission européenne a publié le 20 octobre 2011 ses propositions officielles de textes portant révision de la directive MIF, sous la forme d'un règlement et d'une directive. Dans le prolongement du travail entamé sur les avant-projets de textes ayant circulé début septembre (*cf. Info AMAFI n° 101*), l'AMAFI poursuit son analyse au sein des groupes de travail thématiques mis en place à cet effet, en se concentrant à ce stade, pour ce qui concerne l'organisation des marchés, sur les problématiques propres au marché actions.

D'ores et déjà, plusieurs axes majeurs de réflexion sont identifiés :

- La consolidation des données post-négociation pour laquelle le manque d'ambition du dispositif proposé est très préoccupant.
- L'articulation entre les différents systèmes de négociation, qu'ils soient marchés réglementés, systèmes multilatéraux de négociation, systèmes organisés de négociation (OTFs) ou internalisateurs systématiques, avec la nécessité de clarifier le dispositif au regard des objectifs qui doivent être poursuivis, particulièrement en termes de transparence pré-négociation.
- L'articulation des pouvoirs entre autorités nationales et autorités européennes (Commission ou AEMF) avec l'enjeu de maintenir un champ concurrentiel à la hauteur de ce qu'exige la réalisation d'un marché intégré.

■ Le régime accordé aux établissements financiers établis dans des pays tiers qui, outre une lisibilité faible, ne repose pas sur un principe de réciprocité suffisamment affirmé.

Au-delà, un certain nombre de difficultés à caractère plus « technique » ont elles aussi été relevées, qu'il s'agisse de l'impossibilité de continuer à utiliser des avoirs de clients de détail à titre de collatéral de leurs positions auprès des chambres de compensation, des conditions de traitement des produits et services liés ou du *trading* haute fréquence, de la possibilité que des personnes puissent devenir membres de marchés organisés sans avoir été agréées au titre du service d'exécution d'ordre ou de négociation pour compte propre, et donc réglementées comme tels, ...

Au cours des prochaines semaines, ce travail d'analyse va être approfondi. L'objectif est bien sûr de préparer des propositions de modification et des argumentaires à destination des institutions européennes et des pouvoirs publics français. Mais l'objectif est aussi d'insérer cette contribution dans une réflexion plus large sur le modèle de marché vers lequel l'Europe devrait tendre, condition indispensable pour que les propositions de l'Association soient audibles dans le contexte que connaît actuellement le débat public sur ces thématiques.

**Véronique Donnadiou, Emmanuel de Fournoux**

## ■ CONCURRENCE ET INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ

Dans un contexte en mutation marqué par la révision des textes européens portant sur l'organisation des marchés et du post-marché et par des projets de rapprochement entre opérateurs de marché en Europe, le Conseil de l'AMAFI a mené une réflexion (AMAFI / 11-40) sur la question de la concurrence et des infrastructures de marché.

En se fondant sur l'observation que le choix politique d'un modèle européen de concurrence entre infrastructures de marché reste loin d'être mis en œuvre de façon optimale dans certains domaines, en particulier dans celui de la compensation des marchés au comptant et celui des dérivés sur indices, l'AMAFI a identifié plusieurs points d'attention pour les régulateurs en charge des marchés et de la concurrence :

■ Pour la compensation des marchés au comptant, il est impératif de donner une réalité à l'interopérabilité entre infrastructures de compensation en assurant :

- d'une part, qu'une infrastructure de compensation faisant partie d'un silo ne puisse refuser la prise en charge d'opérations externes aux mêmes conditions que celles accordées à l'infrastructure de négociation du silo ;
- d'autre part, que les participants aux marchés réglementés et aux systèmes multilatéraux de négociations bénéficient d'un choix effectif entre au moins deux infrastructures de compensation différentes pour y envoyer leurs flux de marché.

■ Pour la compensation des dérivés sur indices, il convient d'assurer que les licences d'exploitation liées aux indices permettent, à des conditions commerciales raisonnables, aux acteurs créant des dérivés sur indices de les compenser en dehors du silo qui détient cette licence.

La contribution de l'AMAFI à ce débat a été transmise aux régulateurs français et européens concernés.

**Emmanuel de Fournoux**

## RÉVISION DE LA DIRECTIVE ABUS DE MARCHÉ

En même temps qu'elle publiait ses propositions concernant la révision de la directive MIF, la Commission européenne a publié ses propositions de révision de la directive Abus de marché, également sous la forme d'un règlement et d'une directive, cette dernière visant à harmoniser les sanctions pénales en matière d'abus de marché. L'ambition affichée est de renforcer ainsi l'intégrité des marchés.

Si l'AMAFI soutient pleinement cette ambition, elle est néanmoins particulièrement attentive à deux objectifs essentiels :

### ■ Assurer la clarté et la lisibilité du dispositif pour en assurer aussi l'efficacité

Pour que les objectifs de la révision soient atteints, les concepts clefs autour desquels le dispositif est articulé doivent être clairs et lisibles. Cela est indispensable pour une bonne mise en œuvre du pouvoir de sanction des autorités compétentes et des juridictions pénales, surtout au regard d'un champ pénal élargi. Mais c'est aussi indispensable pour la prévention et la surveillance des abus de marché qu'effectuent en particulier les établissements financiers.

Or, la volonté de la Commission de couvrir un champ très étendu de situations constitutives d'abus de marché conduit à s'appuyer sur des concepts définis de façon très large, ce qui rend la mise en œuvre pratique difficile et sujette à controverses. A cet égard, les notions de « comportement » et de « tentative » ou l'incorporation dans la définition de l'information privilégiée d'une notion d'« information pertinente » nécessitent particulièrement d'être précisées.

### ■ Ne pas créer l'impression d'une protection étendue qui ne sera pas effective

Le dispositif proposé laisse penser que les différents marchés seront couverts de façon homogène et exhaustive, mais cela est peu probable. Du point de vue de la surveillance d'abord, car elle doit dorénavant s'exercer sur tous les instruments financiers et marchés alors même que les autorités nationales font face aujourd'hui à des difficultés pour exercer leur surveillance sur le périmètre actuel. En matière d'information privilégiée ensuite, car les dérogations proposées, notamment pour les émetteurs de valeurs moyennes, posent la question du niveau d'intégrité qui sera ainsi garanti sur les marchés concernés. Mais aussi, parce que sur certains marchés, comme celui des dérivés sur matières premières, le concept d'information privilégiée est assis sur une information de base insuffisamment normée aujourd'hui.

Par ailleurs, l'une des questions centrales du dispositif proposé est celle des émetteurs de valeurs moyennes. S'il est louable de ne pas vouloir faire peser des charges administratives disproportionnées sur ceux qui ne sont pas cotés sur des marchés réglementés, cela pose néanmoins une question de principe par rapport à l'ambition extrêmement forte affichée par la Commission européenne en termes de protection des investisseurs et d'intégrité des marchés.

Cela soulève également une question quant à la disparition programmée des pratiques de marché acceptées, et notamment de celle qui concerne les contrats de liquidité. Cette pratique, particulièrement utile pour le bon fonctionnement du marché des valeurs moyennes, mais pas seulement, et d'ailleurs mise en place dans un nombre croissant de pays européens, constitue ainsi un enjeu fort des réflexions que l'AMAFI mène et poursuivra tout au long des mois qui viennent.

**Stéphanie Hubert, Sylvie Dariosecq**

### ■ TRADING AUTOMATISÉ

L'AMAFI a participé (AMAFI / 11-38) à la consultation de l'AEMF intitulée « *Guidelines on systems and controls in a highly automated trading environment for trading platforms, investment firms and competent authorities* ». Elle a fait valoir que la mise en place de recommandations, sous réserve d'un accord formel des différents régulateurs pour les appliquer de façon similaire, était tout à fait importante compte tenu du développement du *trading* automatisé au cours de ces dernières années.

De façon plus spécifique, l'analyse détaillée des propositions de l'AEMF a conduit à distinguer les recommandations qui peuvent être mise en œuvre car ne soulevant pas de difficulté particulière, de celles méritant un travail de réflexion plus approfondi. Dans cette catégorie figurent en particulier les propositions visant à demander aux établissements de vérifier que les donneurs d'ordres sont en mesure de remplir leurs obligations de règlement-livraison des transactions ou imposant que les équipes du contrôle interne contrôlent les flux d'ordres en temps réel.

**Emmanuel de Fournoux**

### ■ MARCHÉ DE L'ÉNERGIE ET MARCHÉ CARBONE

Le Comité *Commodities* de l'AMAFI a suivi attentivement la nouvelle réglementation des marchés de l'électricité et du gaz, baptisée REMIT (*Regulation on Energy Market Integrity and Transparency*). Adopté par l'Union européenne le 19 octobre, ce texte devrait être publié prochainement.

Par ailleurs, en ce qui concerne le marché du carbone, la migration d'un dispositif constitué autour de registres nationaux vers un registre unique européen, prévue pour le 1<sup>er</sup> janvier 2012, nécessite une attention particulière au regard de ses impacts potentiels sur les intermédiaires.

Il en est d'ailleurs de même en ce qui concerne la sécurisation des conditions de négociations et de détention de certificats CO<sub>2</sub> : si l'enjeu est important en termes de liquidité et de confiance, il convient néanmoins de veiller à ce que le dispositif, articulé autour de la notion de « bonne foi » de l'acquéreur, puisse être mis en œuvre de façon harmonisée quels que soient les environnements juridiques nationaux dans lesquels cette notion sera utilisée.

**Dominique Depras**

### ■ RÉVISION DE LA DIRECTIVE TRANSPARENCE

Dans la foulée de ses autres propositions de textes, la Commission européenne a également publié une proposition de directive destinée à modifier la directive Transparence.

Comme cela était attendu, le principe de l'assimilation de tous les instruments financiers, y compris les instruments dérivés à dénouement monétaire, est désormais affirmé pour les besoins des déclarations de franchise des seuils qui, eux, restent inchangés. L'exemption du portefeuille de négociation des PSI reste également fixée à 5% mais inclut désormais l'ensemble des participations agrégées.

Si la forte volonté d'harmonisation qui sous-tend ce texte doit être soutenue, l'Association a fait valoir auprès des autorités françaises la nécessité de revoir le mode de calcul proposé pour les instruments à dénouement monétaire qui est de nature à donner une information erronée au marché.

**Sylvie Dariosecq**

### ■ FRANCHISSEMENTS DE SEUILS

L'AMAFI a été consultée, une nouvelle fois de façon informelle et dans l'urgence par le Trésor, sur un projet de réforme du traitement des instruments financiers à dénouement monétaire. Ce projet se différencie de la proposition déposée avant l'été par le sénateur Marini, en ce qu'il ne prône l'assimilation des instruments à dénouement monétaire que pour les besoins de la transparence et non également pour les besoins des OPA pour lesquels ils sont expressément exclus.

L'AMAFI a soutenu le projet ainsi présenté (AMAFI / 11-35), sous réserve de quelques modifications sur des points techniques. Ce projet, incluant plusieurs des propositions formulées par l'Association, a été introduit par voie d'amendement dans la proposition de loi - dite Warsmann - sur la simplification du droit et l'allègement des démarches administratives. Il a été adopté tel quel par l'Assemblée nationale en première lecture et se trouve actuellement en discussion au Sénat. En l'état, ce texte est dans l'ensemble tout à fait en ligne avec les principes qui apparaissent dans la proposition de directive modifiant la directive Transparence (cf. *News ci-contre*).

**Sylvie Dariosecq**

### ■ MARCHÉ DES VALEURS MOYENNES

Dans le prolongement de son audition (cf. *Info AMAFI n° 101*), l'AMAFI a adressé une contribution (AMAFI / 11-41) à M. Rameix, Médiateur du crédit, et à M. Giami, Président de l'Observatoire du financement des entreprises par le marché, chargés par le Ministre de l'Économie d'une mission sur l'accès des PME et ETI aux marchés boursiers.

L'AMAFI y formule une série de propositions visant à relancer la dynamique de marché en ce qui concerne les PME et ETI. Néanmoins, elle y souligne aussi sa conviction que cet effort restera vain s'il n'est pas accompagné d'une action volontariste permettant de susciter une demande forte et de long terme des investisseurs vers les titres de capital et de dette émis par ces entreprises, particulièrement au travers de la fiscalité de l'épargne.

**Emmanuel de Fournoux**

## INDUCEMENTS

A l'occasion de l'élaboration de la trame de son rapport spécifique, qui porte cette année sur les *inducements*, l'AMF a indiqué qu'elle souhaitait s'appuyer sur les enseignements tirés de l'analyse des rapports fournis par les établissements pour extérioriser sa doctrine en la matière aussi rapidement que possible. Souhaitant contribuer activement à la réflexion de l'Autorité, l'AMAFI a d'ores et déjà entamé des premières discussions avec celle-ci sur certains aspects qui concernent plus spécifiquement les activités de marché, notamment le traitement des commissions perçues dans le cadre d'opérations de placement et de prise ferme. Un groupe de travail dédié a été constitué dans ce cadre.

**Stéphanie Hubert, Marie Thévenot**

## RAPPORTS DE CONTRÔLE À L'ACP

L'ACP a apporté de nouvelles modifications au canevas des rapports de contrôle interne qu'elle communique chaque année aux établissements. L'une d'entre elles concerne l'annexe sur les règles de protection de la clientèle. Celle-ci, ajoutée l'année dernière pour faire suite à l'élargissement de la mission de l'ACP, a en effet été remplacée par un questionnaire détaillé.

A l'occasion de la consultation organisée à ce propos, l'Association a souligné le fait que, sur ce point, les questions posées n'étaient logiquement pas adaptées aux activités de services d'investissement puisque cette problématique relève de la compétence de l'AMF (AMAFI/11-37). Au final, et comme elle le souhaitait, il est prévu que les établissements ne fournissant que des services d'investissement soient exemptés de répondre à ces questions.

**Stéphanie Hubert, Marie Thévenot**

## OFFRES PUBLIQUES – DOCUMENTS À CARACTÈRE PROMOTIONNEL

Faisant suite à une problématique identifiée par son Comité Opérations Financières, l'AMAFI a formulé, à l'attention de l'AMF, des propositions relatives à la mention des facteurs de risque dans les documents à caractère promotionnel, type *leaflets*, qui sont publiés à l'occasion d'opérations contenant une offre au public d'actions.

L'AMAFI propose ainsi un dispositif permettant un renvoi clair, lisible et compréhensible aux facteurs de risque du prospectus, pour répondre au souci d'une bonne information de l'investisseur et satisfaire à l'objectif imposé par la MIF de présenter de façon exacte, claire et non trompeuse les risques liés à l'investissement proposé. Des discussions sont en cours sur ce point avec les services de l'AMF.

**Sylvie Dariosecq, Marie Thévenot**

## DÉBAT ACTUALITÉ FISCALE DES PSI - 12 JANVIER 2012

L'AMAFI organise en partenariat avec

Taj, Société d'Avocats, le 12 janvier prochain, un petit déjeuner débat sur l'actualité fiscale des prestataires de services d'investissement. Les débats seront centrés autour des problématiques suivantes :

- **Fiscalité d'entreprise** : principales incidences des lois de finances de fin d'année, restriction d'utilisation des pertes et limitation de la déductibilité des intérêts, hausse de l'IS pour les grandes entreprises, ...
- **Fiscalité personnelle** : nouvelles hausses 2011 et 2012 des prélèvements sur l'épargne, quelles perspectives de réforme fiscale ?
- **TVA** : principales incidences des lois de finances de fin d'année, quelles sont les évolutions envisageables ?
- **Actualité jurisprudentielle**
- **Taxation des transactions financières** : vers un format européen restreint après l'absence de consensus au G20 ?
- **FATCA** : publication fin 2011 des proposed regulations : quels impacts anticiper pour les opérateurs établis en France ?

**Renseignements et inscriptions :**

**Sicile Rouillé – srouille@amafi.fr**

## LOIS DE FINANCES DE FIN D'ANNÉE

Dans un contexte budgétaire et politique tendu à la veille des élections présidentielles, l'examen parlementaire des projets de Lois de finances (PLF2012, PLFSS 2012, PLFR 2011) conduit à différentes propositions d'accroissement du poids de la fiscalité sur l'épargne en actions. Ainsi :

- Avant même d'avoir eu à s'appliquer, le régime d'encouragement à l'épargne en actions qui a conduit les épargnants à conserver leur titres depuis 2006 serait supprimé. En effet, l'abattement pour durée de détention sur les plus-values mobilières qui devait s'appliquer à partir de 2012 a été supprimé par les députés qui le remplacent par un mécanisme de sursis d'imposition, de portée extrêmement réduite, en cas de emploi sous conditions dans certaines PME.
- A partir de 2012, le taux du prélèvement forfaitaire libératoire applicable aux revenus mobiliers (dividendes et intérêts) ainsi que celui de la retenue à la source sur les dividendes versés par des sociétés françaises à des personnes physiques résidentes d'un Etat de l'Espace économique européen serait relevé de 19 % à 24 %, voire supprimé.
- Le taux global des prélèvements sociaux fixé à 12,3 % au 1<sup>er</sup> janvier 2011 a été relevé à 13,5 % au 1<sup>er</sup> octobre dernier, avant une prochaine augmentation déjà en débat, ce qui porte l'ensemble du prélèvement fiscal et social sur l'épargne en actions à 37,5 %.

Par ailleurs, des durcissements significatifs de la taxation du secteur financier sont proposés avec des effets potentiels particulièrement destructeurs en termes d'activités compte tenu de leur champ exclusivement national. Après 2009, avec la réforme de la fiscalité locale et la création d'une taxe sur les bonus, et 2010 avec la création d'une taxe de risque systémique devant toucher les institutions financières, 2011 pourrait être une année noire si les amendements du Sénat au PLFSS 2012 et au PLF 2012 aboutissaient :

- Création d'une Taxe sur les Transactions Financières (TTF) ;
- Création d'une Taxe sur le *Trading* Haute Fréquence (TTHF) ;
- Création d'une contribution de 20 % sur la part variable de rémunération des opérateurs de marchés financiers.

L'AMAFI est bien sûr mobilisée sur ces questions.

**Eric Vacher**

## SOCIAL

## ■ EXTENSION DE LA CCNM

Suite à la signature de la nouvelle Convention collective des activités de marchés financiers (CCNM) le 11 juin 2010, l'AMAFI a demandé au Ministère du Travail l'extension de ce texte, afin qu'il s'applique à toutes les entreprises entrant dans son champ d'application, indépendamment de leur qualité d'adhérent de l'AMAFI.

Dans ce cadre, la CCNM a été présentée à la sous-commission des accords, instance dépendant de la Commission nationale de la négociation collective, qui, lors de sa réunion du 8 novembre dernier, a donné un avis favorable à son extension.

L'arrêté d'extension de la CCNM est attendu, probablement avec des réserves, d'ici la fin de l'année.

**Alexandra Lemay-Coulon**

## ACTIVITÉS

## AMAFI

Chiffres clés du 01/11/2010  
au 01/11/2011

**26** réponses à des consultations  
publiées ou en cours

**15** notes d'analyse /  
d'information

**8** conférences et  
événements AMAFI

**1** norme  
professionnelle

**2** bonnes pratiques  
professionnelles

## ZOOM AMAFI

NOUVEAUX  
ADHÉRENTS

■ **Dexia Crédit Local**, établissement de crédit agréé pour fournir les principaux services d'investissement : exécution d'ordres pour compte de tiers, conseil en investissement et placement garanti et non garanti. Ses dirigeants sont M. Jean-Luc Dehaene (Président du Conseil d'administration) et M. Alain Clot (Directeur Général).

■ **Galaxy SAS**, infrastructure de marché dont l'activité principale est l'exploitation d'un système unilatéral de négociations organisé sur le marché obligataire et destiné aux institutionnels. Ses dirigeants sont M. Philippe Buhannic (Président) et M. Jean-Philippe Malé (Directeur général).

■ **Joh. Berenberg**, Gossler & Co, établissement de crédit ayant pour principales activités la transaction, pour compte propre ou pour compte de clientèle institutionnelle, sur valeurs mobilières ; la gestion ou conseil en gestion de patrimoine. Ses dirigeants en France sont Mme Dalila Farigoule et M. Christophe Choquart.

■ **Mirabaud France SA**, entreprise d'investissement ayant pour activité la gestion sous mandat, la réception/transmission d'ordres, le conseil en investissement et la tenue de compte-conservation pour une clientèle privée. Ses dirigeants sont M. Raphaël Spahr (Directeur général) et Mme Cécile Troger-Beltran (Directeur général délégué).

## 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

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

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

Directeur de publication : **Bertrand de Saint Mars**  
Rédacteur en chef : **Philippe Bouyoux**  
Rédaction dossier : **Olivia Dufour**  
Création et Maquette : **Sabine Charrier**  
Imprimeur : **PDI** - N° ISSN : 2119-338X