

LES INDICES  
EN QUESTION

**EDITO** *Sans retour rapide de la croissance, la sortie de crise ne sera pas possible. Mais générer de la croissance suppose que nos entreprises puissent financer leur développement au moment même où Bâle 3 et Solvabilité 2 remettent en cause notre modèle historique de financement. Le Rapport Gallois illustre ces enjeux, d'autant plus lourds pour la France que notre épargne domestique, pourtant abondante, ne pourra être réorientée dans les délais imposés. Demander plus aux marchés internationaux ? Ce n'est pas possible pour tous, surtout pour nos PME et ETI. En tout état de cause, cela pose une question fondamentale de souveraineté car il s'agit de la propriété de nos entreprises.*

*Alors que faire ? La solution n'est pas unique mais plurielle. Des initiatives comme la BPI et la Bourse de l'Entreprise sont bien sûr centrales. Il faut également orienter l'épargne vers les instruments qui servent à financer les entreprises à long terme, actions au premier chef. Mais il faut aussi assurer que les capitaux associés à des passifs de long terme soient prioritairement employés pour ce financement long.*

*C'est ici qu'un Fonds de Financement de l'Economie Française (FFEF), projet sur lequel s'investit l'AMAFI depuis plusieurs mois, présente un intérêt très particulier. Le FFEF, solution collective de réallocation d'actifs, sous ombrelle publique et à gouvernance paritaire, permettrait en effet de libérer très rapidement plusieurs dizaines de milliards d'euros pour le financement de l'économie, dont une partie significative pour les PME-ETI, véritables moteurs de la croissance. Le hors-série de Revue Banque joint à ce numéro de l'Info AMAFI présente plus en détail cette initiative. C'est un projet d'intérêt général qui nécessite la mobilisation de tous, acteurs de la Place et pouvoirs publics.*

**Philippe Tibi**

*Président de l'AMAFI*

## SOMMAIRE

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



*Le scandale du LIBOR qui a éclaté en juin dernier a placé les indices sous les feux de l'actualité. A quoi servent-ils, sont-ils fiables, que représentent-ils vraiment ? Éléments d'explication... et de débat.*

# LES INDICES EN QUESTION

Juin 2012, le grand public découvre que plusieurs grandes banques mondiales sont accusées d'avoir manipulé le LIBOR (*London Interbank Offered Rate*). Une manipulation qui aurait duré plusieurs années et impacté toute l'économie mondiale, depuis les marchés de matières premières jusqu'au crédit immobilier accordé aux particuliers. Mais au fait, de quoi s'agit-il ? Le LIBOR est un taux de référence publié chaque jour par l'Association des banques britanniques sur la base des déclarations d'une vingtaine de grands établissements bancaires sur les taux qu'ils pratiquent le jour considéré. Plusieurs d'entre eux auraient modifié les données fournies pour le calcul de l'indice afin de l'influencer dans un sens favorable à leurs intérêts. Des enquêtes sont en cours en Grande-Bretagne, en Europe (par la Commission européenne), aux Etats-Unis et au Japon.

En attendant le résultat de ces investigations, il s'avère que le calcul du LIBOR souffre d'une faiblesse incontestable : aucun régulateur ne le contrôle, il dépend uniquement des déclarations opérées par des acteurs privés. D'autres enquêtes portent sur le TIBOR (taux de Tokyo) et l'EURIBOR (taux de référence du marché monétaire zone euro). Faut-il en déduire que tous les indices sont sujets à caution ? En réalité l'indice LIBOR est très spécifique dans son mode d'élaboration : déclaration quotidienne des données par les établissements servant à établir un taux moyen, sans encadrement ni vérification particulière des données. Les indices boursiers les plus connus du grand public sont conçus dans des conditions beaucoup plus encadrées. Parmi les plus célèbres figurent l'indice français (CAC 40), les deux grands

indices américains (Dow Jones et NASDAQ), l'indice allemand (DAX), japonais (NIKKEI), anglais (FTSE), auquel on peut ajouter l'euro-péen (Eurostoxx 50). Ils ont pris un tel poids ces dernières années qu'on ne conçoit plus dans les médias d'évoquer l'évolution d'un marché national autrement qu'en se référant à celle de son indice phare. La gestion d'actifs quant à elle, consciente de cette focalisation sur ce « benchmark », se sent obligée de ne plus concevoir un produit sans y faire référence. D'ailleurs, les indices ont tellement le vent en poupe qu'ils se multiplient pour refléter l'évolution d'un nombre grandissant de classes d'actifs. C'est ainsi que s'est fortement développée ces dernières années une gestion dite « indicielle » dont l'objectif consiste à répliquer les évolutions d'un indice. Par ailleurs, les établissements financiers peuvent eux-mêmes produire leurs propres indices afin de répondre aux besoins d'un ou plusieurs clients.

## Attention aux effets procycliques

Tous les indices boursiers phares ne sont pas calculés de la même façon, mais leur objectif est le même : refléter la tendance globale du marché et, au-delà, de l'économie d'un pays. Prenons l'exemple du CAC 40. Né officiellement le 15 juin 1988, il rassemble 40 valeurs françaises parmi les plus grosses capitalisations, étant précisé que les sociétés sont choisies pour représenter les secteurs, mais aussi les volumes de transaction. C'est la raison pour laquelle Hermès qui est une capitalisation très importante ne

figure pas dans l'indice : son flottant est trop restreint. Le cours du CAC 40 correspond à une moyenne du cours des valeurs qui le composent, pondérée par la capitalisation. Sa composition est régulièrement mise à jour par un comité scientifique de l'entreprise de marché. Ce type d'indice est donc plus transparent que les indices de type LIBOR. Il n'en demeure pas moins qu'un débat s'est ouvert sur les indices boursiers concernant la manière dont leur calcul permet de refléter au plus près le marché concerné, en évitant les effets procycliques et la surpondération de certains secteurs. « *La construction d'un indice est le produit d'un choix qui peut s'avérer à l'usage discutable. Ainsi lorsqu'on a élaboré à la fin des années 80 le CAC 40, certains préconisaient un indice resserré autour de 20 valeurs, d'autres pensaient au contraire qu'il fallait l'élargir à 80 sociétés. Plus un indice comprend de petites valeurs, moins il est facile à répliquer, on a donc coupé la poire en deux. Le défaut de l'indice c'est qu'il est procyclique* » explique Bertrand Jacquillat, professeur à Sciences Po et vice président du Cercle des économistes. « *L'indice phare américain, le Dow Jones est encore plus discutable. Composé de 30 sociétés, il est pondéré sur la valeur des actions et non pas sur la capitalisation boursière !* ».

## Refléter la valeur intrinsèque des entreprises

De fait, des voix s'élèvent à l'heure actuelle pour inciter à repenser les indices en pointant les déformations liées à leur composition. « *Par construction, le CAC 40 surreprésente les entreprises les plus importantes. Par exemple*



**PHILIPPE TIBI,**  
PROFESSEUR À  
POLYTECHNIQUE  
ET PRÉSIDENT DE  
L'AMAFI

**Il semble que les indices actuellement soient en débat. Que faut-il en penser ?**

Les indices constituent un repère dont la simplicité a vocation à rendre plus accessibles les marchés financiers auprès du grand public. Ils offrent une référence permettant de clarifier la promesse faite à l'investisseur. De façon plus théorique, l'investissement dans un indice met en œuvre le principe de diversification du portefeuille et permet donc de protéger le couple rendement/risque. En réalité, à les observer de près, on s'aperçoit qu'ils ne reflètent pas aussi fidèlement l'économie d'un pays qu'il n'y paraît de prime abord, en particulier lorsque l'indice repose sur un nombre restreint de valeurs. La manière dont ils sont conçus (prise en compte du flottant et de la capitalisation boursière) introduit des biais de sélection. Notamment, on observe des phénomènes de captation des bulles. Ainsi, avant l'éclatement de la bulle technologique au début des années 2000, les valeurs TMT (technologie, médias, télécoms) étaient surreprésentées, puis elles ont ensuite pour la plupart disparu de l'indice. Le même phénomène s'est reproduit en 2007 avec les secteurs banque et énergie.

**Il faudrait donc repenser le CAC 40 ?**

En tout cas, il faut prendre conscience qu'il ne reflète pas exactement le marché qu'il s'emploie à représenter. Ces dernières années, il a perdu 40 à 50% de sa valeur, contrairement au S&P, qui regroupe 500 valeurs, ou au Dow Jones, qui ne rassemble que 30 valeurs, mais dont la conception plus rustique limite la rotation des valeurs au sein de l'indice. Contrairement à la perception française, les grands indices mondiaux sont proches de leur plus haut niveau historique ! C'est pourquoi à l'heure actuelle les concepteurs d'indices travaillent sur des modèles qui permettraient de diminuer leur sensibilité aux bulles, par exemple en sous-pondérant les valeurs très volatiles. Ainsi l'épargnant aurait-il un portefeuille plus stable en ce qu'il intégrerait le risque de volatilité. Ce travail a d'ailleurs été anticipé par l'industrie de la gestion puisque des fonds obéissant à ces principes sont commercialisés.

**Ne faut-il pas relativiser les indices, comme on relativise désormais les notes des agences de notation ?**

La théorie de la finance enseigne qu'on ne peut pas battre l'indice. Et pourtant une partie de l'industrie de la gestion s'est précisément construite sur l'ambition de proposer des performances supérieures aux indices. Il y a donc une contradiction entre la théorie et la pratique. En réalité, choisir des valeurs ou des secteurs sur la base de convictions fortes est précisément un des ingrédients du succès de la gestion alternative, tout comme la promesse d'offrir des rendements décorrélés de la performance des indices. Au total, l'indice est un mal nécessaire car il structure l'offre de l'industrie de gestion d'actifs.

Total pèse 10% du poids total du CAC 40, donc quand le cours de l'entreprise bouge il fait varier tout l'indice. Et c'est ensuite un effet boule de neige, plus le cours monte, plus le poids de la valeur s'accroît » explique Christophe Lemarié, directeur général de Société Générale Gestion. « Du coup l'investisseur néophyte, convaincu que l'indice est un bon investissement sur l'ensemble des entreprises françaises, ne réalise pas nécessairement que son investissement se concentre automatiquement sur les valeurs qui montent et s'allège sur celles qui baissent augmentant du coup le risque en cas de retournement de marché. L'enjeu de la gestion est de ne pas accorder plus de poids qu'il n'en faut à ces indices afin d'offrir à l'investisseur qui s'expose au marché le meilleur couple rendement/risque ». Conscients de ces limites, les économistes travaillent actuellement sur des indices plus sophistiqués susceptibles de corriger les biais constatés, soit en mettant l'accent sur la valorisation des titres et les performances attendues, soit en tablant sur une meilleure diversification. Mais ils restent pour l'instant confidentiels. « Il y a une demande à l'heure actuelle de la part des investisseurs qui cherchent à diversifier leurs références pour offrir à leurs clients des portefeuilles basés sur des indices originaux plus que sur la référence classique au CAC 40, explique Roland Bellegarde, vice-président exécutif Groupe de NYSE Euronext en charge des activités européennes de négociation cash et de cotation. De fait, l'entreprise de marché réfléchit à de nouveaux indices. « L'une des pistes de réflexion porte sur des indices

fondés sur d'autres mesures que la capitalisation, cela correspond à la stratégie de diversification dont l'objet peut être par exemple de réduire la variance. Mais nous réfléchissons aussi à des indices reflétant la valeur intrinsèque des entreprises. ».

Pour l'heure, le scandale du LIBOR a incité la Commission européenne à s'inviter dans le dossier des indices. En juillet dernier, elle a décidé d'ajouter dans le projet de réforme du texte relatif aux abus de marché (celui qui organise la répression des infractions boursières, type délit d'initié) un chapitre dédié aux indices qui, jusque là, ne faisaient pas l'objet d'une réglementation spécifique. Si la place de Paris estime bien entendu que les manipulations d'indices sont inacceptables et doivent être réprimées, la réaction de Bruxelles inquiète en pratique. Car la définition fournie des indices dans le texte Abus de marché est si large qu'elle semble englober en l'état non seulement les grands indices, type LIBOR, mais aussi les indices maison, très spécifiques, élaborés par les établissements parfois pour les besoins d'un client sur une opération. Par ailleurs, l'ambition de Bruxelles dépasse la seule sanction des manipulations pour s'attaquer à encadrer la constitution même des indices : quels acteurs sont autorisés à en créer, selon quelle méthode, avec quelles données, dans quelles conditions etc. ? De quoi offrir une garantie supplémentaire, à condition bien sûr que les nouvelles règles soient bien pensées.

**Olivia Dufour**



## ■ SURVEILLANCE DES MARCHÉS

L'OICV, Organisation Internationale des Commissions de Valeurs, a lancé une consultation cet été concernant la surveillance des marchés par les régulateurs, dans un document intitulé « *Technological Challenges to Effective Market Surveillance Issues and Regulatory Tools* ».

L'AMAFI a fait valoir, tout en soutenant les recommandations proposées, que les évolutions technologiques ne posent pas nécessairement de nouveaux problèmes de surveillance des marchés pour les régulateurs. En revanche, elles soulèvent des questions de capacité à traiter des données dont le nombre va en s'accroissant, dans des environnements juridiques de plus en plus fragmentés (AMAFI / 12-46). Par ailleurs, si la surveillance des marchés repose évidemment sur les régulateurs, elle dépend également des entreprises de marché et des professionnels des marchés eux-mêmes. L'AMAFI encourage ainsi l'OICV à prendre également en compte dans sa réflexion ces deux catégories d'acteurs.

**Emmanuel de Fournoux**

## ■ RÉUNIONS INTÉRIMAIRES ICOSA ET SROCC, ISTANBUL, 5 ET 6 NOVEMBRE 2012

Les réunions intérimaires d'ICSA-*International Council of Securities Associations*, et du SROCC de l'OICV-*Self Regulatory Organisations Consultative Committee*, se sont tenues les 5 et 6 novembre 2012, à Istanbul. Pierre de Lauzun, Délégué général et Véronique Donnadieu, Directeur des affaires européennes et internationales, y représentaient l'AMAFI.

La première partie de la réunion ICOSA fut l'occasion d'échanges entre les membres de l'Association et différentes personnalités invitées dont notamment David Wright, nouveau Secrétaire général de l'OICV et ancien Directeur des services financiers de la Commission européenne. Celui-ci a réaffirmé sa volonté de voir l'OICV mener des actions à la hauteur du rôle qui lui est assigné en termes de régulation et de surveillance des marchés financiers, et donc de se doter de moyens en conséquence. Ce faisant, il a fortement incité ICOSA à porter de façon active la voix de l'industrie. La seconde partie de la réunion, réservée aux membres d'ICOSA, était consacrée à des questions internes, notamment en termes d'organisation des travaux.

Du côté du SROCC, outre des discussions sur les sujets d'actualité relatifs à la surveillance et la régulation des marchés, un point a été fait avec David Wright sur les modalités futures d'organisation du SROCC, qui aurait vocation à devenir le Comité des membres affiliés, afin de mieux refléter la diversité des membres qui le composent aujourd'hui. Un sous-comité regroupant les organisations d'auto-régulation serait par ailleurs mis en place.

**Véronique Donnadieu**

## ■ ABUS DE MARCHÉ

Le processus de révision de la directive Abus de marché est maintenant bien avancé, la Commission ECON du Parlement européen ayant adopté son rapport final le 9 octobre dernier et le trilogue avec la Commission européenne et le Conseil européen devant s'engager très prochainement.

Les deux sujets sur lesquels l'Association s'est particulièrement mobilisée, à savoir les pratiques de marché admises (qui constituent le fondement des contrats de liquidité) et les sondages de marché (cf. *Info AMAFI n°106*) sont maintenant intégrés au projet de Règlement du Parlement comme à celui du Conseil, avec toutefois des différences notables entre les deux projets. Par ailleurs, l'incertitude juridique résultant de certaines dispositions fondamentales du Règlement demeure toutefois. Cela concerne principalement la définition de l'information privilégiée, notamment appliquée aux dérivés sur *commodities*, l'introduction du concept de tentative de délit d'initié ou de manipulation de marché et l'élargissement du champ du Règlement à des instruments financiers pour lesquels n'existe pas aujourd'hui d'exigence de transparence.

Enfin, l'harmonisation des dispositifs répressifs des Etats membres donne lieu, à ce jour, à des divergences notables entre le projet du Parlement et les textes de compromis du Conseil.

**Stéphanie Hubert**

## ■ VENTES À DÉCOUVERT

Quelques semaines avant l'entrée en vigueur, le 1<sup>er</sup> novembre, du Règlement sur les ventes à découvert (Règlement 236/2012), l'Autorité Européenne des Marchés Financiers (AEMF ou ESMA) a publié pour consultation des orientations relatives à l'interprétation de l'exemption accordée aux activités de tenue de

## ACTIVITÉS

### AMAFI

Chiffres clés du 01/11/2011  
au 01/11/2012

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

**12** Notes d'analyse / d'information

**15** Conférences et événements AMAFI

**3** Normes professionnelles

**2** Bonnes pratiques professionnelles

marché et aux opérations de marché primaire en matière de transparence et de ventes à découvert.

L'AMAFI a désapprouvé l'approche particulièrement restrictive utilisée pour définir les activités de tenue de marché, d'autant que ce travail de définition, si structurant pour les marchés financiers européens et sans doute nécessaire pour des raisons d'harmonisation, ne devrait pas relever du niveau 3 mais du processus de codécision européen (AMAFI/12-44). L'Association a également déploré le calendrier de mise en œuvre du Règlement. En effet, un mois avant son entrée en vigueur, les établissements ne disposaient toujours pas de l'ensemble des éléments leur permettant d'ajuster leurs activités en conséquence et de développer l'infrastructure nécessaire à leur mise en conformité.

L'Association constate par ailleurs avec regret que l'harmonisation attendue au travers de l'AEMF n'a qu'imparfaitement fonctionné sur le sujet des ventes à découvert, les régulateurs européens ayant adopté des approches différentes en matière de communication et de modalités de mise en œuvre du Règlement.

**Emmanuel de Fournoux,  
Stéphanie Hubert**

## ■ RÉVISION DE LA DIRECTIVE TRANSPARENCE

L'AMAFI continue à suivre attentivement les discussions en cours, au niveau européen, concernant la révision de la directive Transparence. Si la prise en compte des instruments à dénouement monétaire selon la méthode du delta, qu'elle a soutenue avec force (cf. *Info AMAFI n° 104*), semble *a priori* acquise, il reste néanmoins un point d'inquiétude concernant le mode de calcul des 5% pour l'exemption du portefeuille de négociation. L'Association a entamé diverses actions pour faire valoir sa position sur ce point, qui pourrait être traité dans le cadre du trilogue maintenant engagé entre institutions européennes.

**Sylvie Dariosecq**



## ■ BOURSE DE L'ENTREPRISE

Le Comité d'Orientation Stratégique (COS) de NYSE-Euronext a rendu son rapport définitif visant à instaurer une Bourse de l'Entreprise (BDE). Ce rapport fait suite à la consultation de place lancée en juillet sur son rapport intermédiaire, document que l'AMAFI avait accueilli de façon globalement très favorable (AMAFI/12-41).

Le rapport final reprend les grandes orientations contenues dans le rapport intérimaire, tout en adoptant des précisions sur les principaux points suivants :

- Réaffirmation du maintien du modèle fédéral de NYSE Euronext et de la dimension européenne du projet (avec possibilité de mise en œuvre du projet à des vitesses différentes dans les différents pays) ;
- Composition du Conseil de Surveillance représentatif de l'ensemble des acteurs du marché ;
- Confirmation de la nécessité d'avoir une masse critique suffisante en intégrant les compartiments B et C avec toutefois la possibilité, sous certaines conditions objectives, ouverte pour certaines entreprises de ne pas intégrer la BDE ;

■ Suppression des propositions concernant la création d'un marché d'acclimatation, tout en incitant à une réflexion spécifique sur le sujet par les parties prenantes concernées.

Enfin, le COS précise les conditions de mise en œuvre du projet :

- Prise de décision rapide avant la fin 2012 pour un lancement opérationnel mi 2013 ;
- Fourniture par NYSE Euronext d'un *business plan* sur trois ans ;
- Fixation des conditions juridiques de mise en œuvre, notamment en termes de transfert des sociétés cotées ;
- Constitution de groupes de pilotage associant les pouvoirs publics.

L'AMAFI, qui approuve pleinement le contenu de ce rapport final, considère qu'il est aujourd'hui urgent de passer à une phase de mise en œuvre opérationnelle.

Par ailleurs, le Gouvernement a publié le 6 novembre un Pacte national pour la croissance, la compétitivité et l'emploi, établi sur la base du Rapport Gallois. Ce Pacte confirme la nécessité de créer la BDE et prévoit la mise en place d'un PEA dédié aux PME.

**Emmanuel de Fournoux**

## ■ RAPPORTS DE CONTRÔLE INTERNE DE L'AMF

Au terme de plusieurs mois de travail et de concertation avec la Place (AMAFI / 12-43), l'AMF a sensiblement modifié la trame du rapport de contrôle interne des RCSI. Répondant favorablement à la demande de l'Association, l'AMF a accepté de décaler de quelques semaines la date de remise du rapport 2011, initialement prévue en janvier 2013. Le rapport 2012 devant quant à lui vraisemblablement être remis au milieu de l'année 2013, les établissements devraient ainsi pouvoir collecter en même temps les informations nécessaires à l'établissement des deux rapports. Cette nouvelle trame présente une ergonomie améliorée, avec une approche par thèmes et des questions conditionnées aux activités exercées par l'établissement.

**Stéphanie Hubert**

## FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE DÉBAT PUBLIC AMAFI / REVUE BANQUE

A l'occasion de la sortie du nouvel hors-série Revue Banque, réalisé en partenariat avec l'AMAFI, et intitulé « **Financement de l'économie : une nouvelle donne pour la croissance** », un débat public est organisé le **12 décembre 2012**, en présence de Philippe Tibi,

Président de l'AMAFI, Pierre de Lauzun, Délégué général, et d'autres auteurs qui ont contribué à ce numéro spécial.

Le débat s'articulera autour de deux tables rondes :

- Comment orienter l'épargne vers les entreprises ?
- Vers une désintermédiation des financements d'entreprise.

**Renseignements et inscriptions sur**  
[www.revue-banque.fr](http://www.revue-banque.fr)

**Philippe Bouyoux**

## ■ BLANCHIMENT - BÉNÉFICIAIRES EFFECTIFS DES OPCVM

Suite à la publication de ses lignes directrices sur les bénéficiaires effectifs – c'est-à-dire notamment les personnes détenant plus de 25% des parts ou actions d'une société –, l'ACP projette de rendre publics des principes d'application sectoriels relatifs à l'identification des bénéficiaires effectifs des OPCVM. Dans le cadre de la Commission consultative LAB/FT de l'ACP, à laquelle elle participe, l'AMAFI a fait part de plusieurs propositions de modifications.

Reste à ce stade une problématique majeure d'interprétation du principe de l'approche par les risques en termes d'identification de ces bénéficiaires effectifs. Les modalités choisies à ce stade par l'ACP contraindraient les établissements à systématiquement identifier chacun des fonds gérés par leurs sociétés de gestion clientes sans tenir compte du cadre de régulation plus ou moins fort dans lequel chaque société de gestion peut être placée. Alors que les conséquences opérationnelles de ce choix sont extrêmement importantes, l'AMAFI a adressé à l'ACP un document de réflexion sur ce point (AMAFI / 12-51).

**Stéphanie Hubert**

## ■ OFFRES PUBLIQUES - ATTESTATION « DE COMPLÉTUDE »

A la demande du Comité Opérations Financières de l'Association, il a été porté à l'attention de l'AMF que l'obligation faite aux établissements présentateurs de délivrer, dans le cadre d'une offre, une attestation dite « de complétude » sur le document « Autres informations » établi par la société cible, posait de sérieuses difficultés, dès lors que les établissements présentateurs n'ont pas de lien contractuel avec la société cible.

Une rencontre a été organisée avec les services de l'AMF, à la suite de laquelle la Direction des Emetteurs de l'Autorité a confirmé, dans une lettre adressée à l'AMAFI, qu'elle ne sollicitera pas la production par les établissements présentateurs d'une telle

attestation « de complétude » sur des informations relatives à la société cible. Cette lettre a été communiquée aux adhérents le 11 octobre dernier et figure en annexe d'une note de l'Association publiée le même jour (AMAFI / 12-49).

**Sylvie Dariosecq, Julien Perrier**

## ■ OFFRE DE TITRES FINANCIERS PAR PLACEMENT

L'AMF a publié le 25 juillet dernier une position n° 2012-09 relative à l'offre de titres financiers par placement privé. Cette publication fait suite à un projet de position relative à l'offre de titres financiers réservée à un cercle restreint d'investisseurs sur lequel au mois d'avril, l'AMAFI avait fait part de fortes réserves (AMAFI / 12-22). Malgré les modifications apportées, l'AMAFI a estimé que cette position continuait à soulever de fortes interrogations juridiques tout en confrontant les opérateurs à de réelles difficultés opérationnelles. Elle a donc sollicité un avis juridique sur ce texte.

L'avis juridique que lui a transmis M. Jean-Jacques Daigre, Professeur à l'Université Paris I Panthéon-Sorbonne, a été adressé à l'AMF et est disponible sur le site de l'Association (AMAFI / 12-53).

**Sylvie Dariosecq**

## ■ MODIFICATIONS RELATIVES AUX PROGRAMMES DE RACHAT D'ACTIONS

L'AMAFI a répondu (AMAFI / 12-38) à une consultation de l'AMF portant sur des propositions de modifications de différents textes de l'AMF (RG, Pratique de marché admise, Position) relatifs aux programmes de rachat d'actions, induites par la loi n° 2012-387 du 22 mars 2012 relative à la simplification et à l'allégement des démarches administratives. Des contacts ultérieurs avec les services de l'AMF, il apparaît que la majorité des commentaires de l'Association, de nature très technique, auraient été pris en compte.

**Sylvie Dariosecq**



## TAXE SUR LES TRANSACTIONS FINANCIÈRES (TTF)

### Dispositif national - Travaux de l'AMAFI

Depuis le début de l'année, les conditions de mise en œuvre du dispositif de taxation des transactions financières ont particulièrement mobilisé l'AMAFI. Elle s'est ainsi attachée à traiter les nombreuses difficultés et interrogations qui lui ont été soumises, non seulement en liaison avec les adhérents qui se sont impliqués sur ce dossier, mais aussi avec les autres parties prenantes de la Place, et bien sûr la Direction de la Législation Fiscale (DLF) et la Direction Générale du Trésor (DGT). Fruit de ces travaux, l'Association a publié le 8 novembre dernier un document qui rassemble les éléments d'appréciation utiles à une compréhension aussi précise que possible du dispositif (AMAFI / 12-52), dont une version anglaise est par ailleurs disponible (AMAFI / 12-52 EN). Toutefois, un certain nombre de difficultés résiduelles d'interprétation de la taxe existent encore, sur lesquelles l'Association a saisi l'Administration (AMAFI / 12-48), et qui s'ajoutent aux réflexions approfondies déjà communiquées sur les problématiques de détermination du redevable. Une nouvelle version de la note AMAFI intégrant les dernières précisions attendues (et notamment celles relatives aux ADR dont l'entrée dans le champ de la taxe a eu lieu le 1<sup>er</sup> décembre) devrait donc être publiée dans les prochaines semaines.

Par ailleurs, l'Association a fait remonter à la DLF et à la DGT une évaluation du dispositif TTF au terme des deux premiers mois de mise en œuvre (AMAFI / 12-47). D'un point de vue opérationnel, même si la période d'observation n'est pas suffisamment longue pour en tirer toutes les conséquences objectives, on peut noter

une baisse relative des volumes des valeurs éligibles à la TTF comparée aux autres valeurs internationales de même nature. Cette baisse a probablement en partie pour origine le fait que certains acteurs ont arrêté de traiter les valeurs françaises en raison des incertitudes juridiques créées, selon eux, par cette taxe. Par ailleurs, il est également à noter une accentuation de l'offre commerciale de certains acteurs étrangers pour proposer des produits de substitution du type CFD.

### Projets européens

La Commission européenne a validé, le 23 octobre 2012, le cadre juridique d'une TTF européenne que le Conseil pourrait décider d'introduire selon la procédure de coopération renforcée. Onze pays européens ont d'ores et déjà annoncé leur intention de rallier ce dispositif alors que l'Italie, l'Espagne ou le Portugal ont par ailleurs manifesté leur intention d'adopter rapidement au niveau national un tel dispositif.

Pour l'AMAFI, le contenu technique d'une TTF adopté par seulement onze pays doit nécessairement être différent de celui proposé en septembre 2011 pour l'ensemble des pays de l'Union. Les critères de territorialité et le champ des instruments financiers visés, notamment l'inclusion des dérivés contrairement au dispositif français, devront être examinés avec attention pour ne pas créer de distorsions concurrentielles à l'encontre des acteurs placés dans la zone géographique de coopération. Le risque est en effet que par suppression d'activités, cette TTF n'ait à terme un rendement fiscal négatif.

**Eric Vacher, Emmanuel de Fournoux**

## FISCALITÉ DE L'ÉPARGNE MISSION BERGER-LEFEBVRE

Dans leur volonté d'aligner l'imposition des revenus du capital sur celle des revenus du travail, mais en omettant de prendre en compte les prélèvements sociaux deux fois plus élevés sur les revenus de l'épargne (15,50% sur les revenus du capital contre 8% sur les revenus du travail) les pouvoirs publics sont à l'initiative d'une série de mesures, principalement dans le PLF 2013, modifiant sensiblement la fiscalité de l'épargne. Sont ainsi programmés :

- L'imposition au barème progressif de l'IR des intérêts et des dividendes ;
- La suppression de l'abattement individuel sur les dividendes (3.050 € par an pour un couple) ;
- L'imposition au barème progressif de l'IR des plus-values de cession de valeurs mobilières ;
- L'abaissement de la durée d'imputation des moins-values sur les plus-values de cessions de valeurs mobilières à 5 ans.

Cet alourdissement de la pression fiscale sur l'épargne en actions conjugué à la sanctuarisation de l'assurance-vie et aux opportunités nouvelles de placements à vue, sans risque et défiscalisés, offertes par le fort relèvement des plafonds de livrets réglementés, LDD et livret A, risque de renforcer encore l'aversion des français pour l'investissement dans l'économie et le risque d'entreprise.

Toutefois, le Gouvernement a annoncé une réforme de la fiscalité de l'épargne au 1<sup>er</sup> trimestre 2013, en faveur de l'épargne longue. Une mission de réflexion en ce sens a été confiée à Mme Karine Berger et M. Dominique Lefebvre par le Premier Ministre. Auditionnés par la Mission fin novembre, Philippe Tibi et Pierre de Lauzun ont fait valoir tout l'enjeu d'une structure de la fiscalité de l'épargne qui reconnaisse l'intérêt collectif de l'épargne mobilisée en faveur du financement long de l'économie. Dans le prolongement de propositions déjà formulées (AMAFI / 12-29 et 12-33), l'AMAFI soutient plus particulièrement deux natures de produits : un PEA PME d'une part, un produit d'épargne retraite d'autre part. Des propositions précises en ce sens vont être adressées à la Mission dans les prochains jours.

**Eric Vacher**



## FISCALITÉ

## ■ DROITS D'ENREGISTREMENT

Les récentes modifications apportées au régime des droits d'enregistrement, par la loi, en début d'année puis par la doctrine fiscale publiée au cours de l'été, ont suscité des interrogations de la part des membres du Comité Opérations Financières de l'Association en ce qui concerne les opérations les plus courantes auxquels ils participent : opérations relatives à des obligations convertibles, échangeables ou remboursables en actions ; opérations portant sur des BSA ; opérations de prise ferme (*bought deal*) ou de placement garanti (*ABB avec backstop*). Des travaux communs ont été engagés avec le Comité fiscal de l'Association afin de déterminer le régime fiscal de ces opérations au regard non seulement des droits d'enregistrement, mais aussi de la TTF-TAT.

Une note de synthèse, accompagnée de deux tableaux synoptiques, résumant la teneur de ces travaux a été récemment adressée à ses adhérents par l'Association (*AMAFI / 12-58*).

**Sylvie Dariosecq, Eric Vacher, Julien Perrier**

## MÉCENAT LOUVRE



## OFFRE PRÉFÉRENTIELLE AMAFI

Depuis 2011, l'AMAFI propose à ses adhérents un partenariat privilégié avec le Musée du Louvre dans le cadre de leur politique de relations publiques et de mécénat. Ce partenariat est renouvelé pour 2013.

Le partenariat AMAFI-Musée du Louvre offre aux membres de l'Association plusieurs niveaux d'adhésion préférentiels au Cercle Louvre Entreprises, avec différents avantages permettant aux adhérents d'associer leur image à celle du Louvre et d'organiser des événements d'entreprise dans le cadre prestigieux du Musée.

**Pour en savoir plus sur l'offre privilégiée du Louvre :**  
Partenariat AMAFI – Musée du Louvre disponible sur [amafi.fr](http://amafi.fr),  
rubrique « Documentation »

**Philippe Bouyoux**

## ZOOM AMAFI

## NOUVEAUX ADHÉRENTS

■ **Accenture Investment Processing Services**, entreprise d'investissement ayant pour principale activité la réception/transmission d'ordres pour le compte de tiers. Ses dirigeants sont M. Jean-François Gasc (Président) et M. Guillaume Thurel (Directeur général délégué).

■ **BRED Banque Populaire**, établissement de crédit (banque régionale du Groupe BPCE), offrant toutes opérations de banque et prestations de services d'investissement. Ses dirigeants sont M. Steve Gentili (Président) et M. Olivier Klein (Directeur général).

■ **Saxo Banque (France)**, établissement de crédit ayant pour principale activité la prestation de services d'investissement en ligne (réception/transmission d'ordres pour compte de tiers, exécution d'ordres pour compte de tiers, négociation pour compte propre et conseil en investissement), auprès de clients institutionnels et particuliers. Ses dirigeants sont M. Pierre-Antoine Dusoulhier (Président) et M. Thomas Jegu (Directeur général).

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.

## VOS CONTACTS

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

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