

## DOSSIER

VERS UNE NOUVELLE  
RÉPRESSION DES  
INFRACTIONS  
BOURSIÈRES

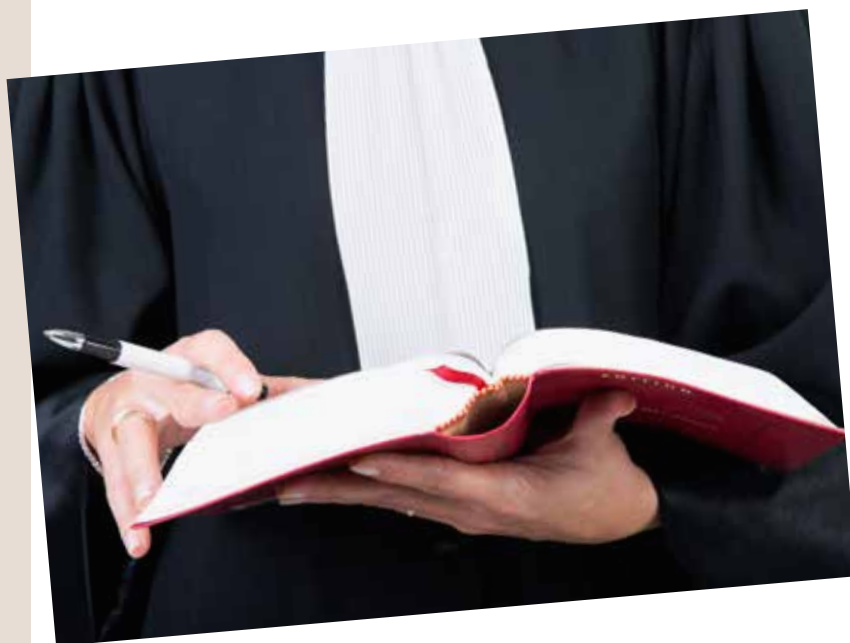
**EDITO** *Voici quelques années maintenant que l'AMAFI actualise périodiquement quatre études dans le domaine fiscal (Voir News p 7). Elles mettent en évidence que, par rapport à ses voisins, la France a une politique désincitative à l'investissement dans l'entreprise, particulièrement quand il s'agit de fonds propres pourtant incontournables, notamment pour les jeunes entreprises en phase de développement. Et si le différentiel s'est un peu réduit après le pic de 2012, il n'a pas pour autant disparu, tant s'en faut.*

*Certes, ce sont les foyers les plus aisés qui en supportent d'abord la charge. Cette « équité » fiscale de façade ne doit cependant pas tromper. En dissuadant ceux qui disposent de la capacité d'épargne la plus élevée d'investir dans nos entreprises, on ne laisse à celles-ci d'autre choix que de recourir à l'épargne internationale. Les levées de fonds menées aux Etats-Unis par Critéo et BlaBlaCar sont la marque du succès de nos entrepreneurs et de la vitalité entrepreneuriale de notre pays. Mais peut-on se satisfaire que des sommes, même relativement faibles, aient dû être levées là-bas plutôt qu'ici ?*

*Ne soyons pas naïfs. L'accès au capital à une incidence forte sur la localisation d'un certain nombre de centres de décisions. Il est donc vital que l'épargne française joue un rôle actif dans la mondialisation des entreprises qui constitueront les champions de demain. L'enjeu est bien de mettre notre épargne au service du financement des entreprises. Le Président de la République l'a souligné il y a un an. Passer aux actes est urgent.*

**Pierre de Lauzun**

Délégué général de l'AMAFI



***Poursuivre deux fois une même infraction est contraire aux droits de l'homme et à la Constitution. C'est en vertu de ce principe que la France est obligée de réformer son système de répression des infractions boursières d'ici septembre 2016 au plus tard. Désormais, entre pénal et administratif, il faut choisir !***

## SOMMAIRE

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

# VERS UNE NOUVELLE RÉPRESSION DES INFRACTIONS BOURSIÈRES

Quatre mars 2014 : un arrêt de la Cour européenne des droits de l'homme (CEDH) résonne comme un coup de tonnerre dans le monde juridico-économique. La Cour vient de décider que les doubles poursuites administratives et pénales en matière boursière étaient contraires au principe *ne bis in idem*, ce qui interdit de punir deux fois une même personne pour les mêmes faits. Les infractions boursières sont le délit d'initié, la fausse information et la manipulation de cours. La décision a été rendue dans une affaire boursière italienne de prise de contrôle rampante (Fiat) dans laquelle l'avocat Grande Stevens, après avoir été sanctionné par le gendarme boursier italien, se retrouvait poursuivi par la justice pénale. Certes, c'est l'Italie qui est ici condamnée, mais ce jour-là, tout le monde comprend que les jours du système français, parfaitement similaire à l'italien, sont comptés. En effet, pour renforcer l'efficacité de la régulation boursière, le législateur a décidé en 1989 d'accorder un pouvoir de sanction à la COB (Commission des Opérations de Bourse, l'ancêtre de l'AMF), en plus de la répression pénale qui existait déjà. A l'époque, des parlementaires avaient déjà interrogé le Conseil constitutionnel sur la possibilité d'une double punition, lequel avait répondu dans une décision restée célèbre : cela ne pose pas de problème à condition que la somme des sanctions prononcées ne dépasse pas le maximum encouru.

Autrement dit, si le gendarme boursier inflige une amende de 300 000 euros sur un maximum encouru de 1,5 millions, la justice ne pourra plus prononcer ensuite qu'un maximum de 1,2 millions d'amende. Les avocats avaient beau tempêter depuis lors dans chaque dossier, ils se faisaient renvoyer dans les cordes.

## **On ne punira qu'une fois**

C'est ce raisonnement que la CEDH a fait voler en éclats en mars 2014. Bercy, l'AMF et la Place Vendôme ont immédiatement ouvert une réflexion pour mettre le système en conformité avec l'arrêt. Les juges quant à eux ont été plus timides. En juin, dans le dossier Pechiney, le tribunal correctionnel de Paris a refusé de mettre fin aux poursuites alors qu'il y avait déjà eu des sanctions, sous prétexte que le droit français continuait de s'appliquer. C'est dans ces conditions que le procès du très célèbre dossier EADS s'est ouvert le 3 octobre 2014. Cette fois, les avocats n'ont pas demandé au tribunal d'abandonner les poursuites puisqu'il ne voulait pas le faire de lui-même mais lui ont proposé d'interroger le Conseil constitutionnel, ce qu'il a fait. Lors d'une décision historique prononcée le 18 mars 2015, sans s'appuyer sur le principe *ne bis in idem*, mais sur celui de la nécessité des peines et délits, le Conseil constitutionnel a déclaré contraires à la Constitution les dispositions fondant, pour les non professionnels, le double régime administratif et pénal en matière de délits d'initié. Conséquences pratiques ? Les poursuites pénales en cours dans des dossiers où les intéressés ont déjà été poursuivis par l'AMF s'interrompent immédiatement, même s'ils n'ont pas été sanctionnés car mis hors de cause. Quant aux textes législatifs organisant ce système, ils sont abrogés à compter du 1<sup>er</sup> septembre 2016. Le Conseil laisse un an et demi au gouvernement pour se mettre en conformité. Est-ce à dire que les abus de marché seront sanctionnés plus légèrement à l'avenir ? « C'est une immense avancée pour les droits de la défense, il n'est pas nécessaire d'être juriste pour comprendre qu'on ne peut pas être puni deux fois pour les mêmes faits. Cela étant, il ne

s'agit en aucun cas d'impunité ou d'allègement des sanctions, au contraire la directive Abus de marché impose une sévérité supplémentaire. Simple, on ne punira qu'une fois » explique Thierry Gontard, associé de Simmons & Simmons. En effet, la nouvelle directive Abus de marché conduit les Etats membres à prévoir la répression pénale des abus de marché les plus graves pour ceux qui n'en auraient pas encore. Dans le cadre de la réorganisation du système français, cela signifie qu'on ne peut pas décider de supprimer la voie pénale pour résoudre la difficulté en ne laissant subsister qu'une répression administrative. Au demeurant, si la voie administrative est perçue comme plus rapide et plus efficace par la Place, personne ne conteste la nécessité d'une répression pénale dans les cas les plus graves. La solution consiste donc à mettre en place un système d'aiguillage pour déterminer dans chaque dossier s'il relève de l'AMF ou du Parquet.

## **Un aiguillage juridiquement complexe**

En juin dernier, l'AMF a publié un rapport présentant l'architecture possible du nouveau système. Juridiquement, la mise en œuvre d'un système d'aiguillage est une véritable horlogerie suisse car elle touche à des principes fondamentaux divers et variés. L'esprit de la future organisation est ainsi décrit par l'AMF : « Il semble important pour les membres du Groupe que le partage des dossiers d'abus de marché soit fait en revenant aux différences fondamentales entre les deux voies : la voie pénale doit être privilégiée lorsqu'il s'agit de réprimer des intentions dolosives, mettant en cause les valeurs fondamentales de la société. La voie administrative est celle de la régulation en vue de garantir le bon fonctionnement des marchés ».



**GÉRARD RAMEIX,**  
PRÉSIDENT DE L'AMF

Dit autrement, le pénal doit être réservé aux cas graves, dotés d'une forte symbolique, dans lesquels il faut que la prison soit encourue. Une répartition proche de la situation actuelle où le traitement pénal des abus de marché reste marginal et réservé aux affaires emblématiques, type Altran et Vivendi, les deux gros scandales financiers de la bulle des années 2000 et, plus récemment, EADS. La seule différence, c'est qu'il ne pourrait plus y avoir dans ces dossiers qu'une sanction au lieu de deux. Reste à savoir ce qu'est un dossier comportant des « intentions dolosives ». L'AMF propose de fixer des critères objectifs permettant de mesurer la gravité des faits, articulés autour d'un seuil de bénéfice retiré ou de perte évitée du fait de l'infraction. Les auteurs en situation de récidive et agissant en bande organisée relèveraient aussi du pénal. Dans son rapport publié en même temps, le Club des Juristes aboutit aux mêmes conclusions. « Les propositions de l'AMF sont bien sûr pertinentes à une réserve près : l'appréciation de la gravité en fonction des montants, estime Didier Martin, associé chez Bredin Prat qui a coprésidé avec l'ancien président de l'AMF, Michel Prada, le groupe de travail du Club des Juristes. Un manquement peut concerner des sommes importantes sans que pour autant il n'y ait une volonté frauduleuse manifeste. A l'inverse, des dossiers aux enjeux financiers moindres peuvent correspondre à des infractions particulièrement blâmables. Ce critère mérite donc d'être affiné ».

Une fois la voie administrative ou pénale choisie, la procédure suivrait ensuite son cours normal. « L'une des questions importantes est celle de l'indemnisation des éventuelles victimes des pratiques sanctionnées. Jusqu'à présent, les victimes saisissent le juge pénal, car la Commission des sanctions de l'AMF sanctionne mais ne peut pas indemniser. A l'avenir, si la sanction a été prononcée par l'AMF, il ne sera plus possible pour la victime de saisir le juge pénal ensuite, donc une partie du contentieux de la réparation va se déporter vers le juge civil » prévient Thierry Gontard qui ajoute « la loi Hamon de 2014 autorise l'AMF à transmettre son dossier d'enquête au juge civil, ce qui devrait faciliter les indemnisations ». De son côté, Bertrand de Saint Mars, délégué général adjoint de l'AMAFI, se félicite de l'alignement retenu par le rapport de l'AMF et celui du Club des Juristes, entre professionnels et non-professionnels, seuls bénéficiaires de la décision du Conseil constitutionnel. « Au-delà de l'impératif de cohérence par rapport à une même nature de contentieux (les abus de marché), la CEDH impose cette solution. Même si sa décision n'est pas opposable à la France actuellement, ce n'est qu'une question de temps avant que ce ne soit le cas ».

Le scénario de l'AMF a de fortes chances d'être retenu. Mais le sujet est sensible et complexe, de sorte qu'il ne va pas manquer de susciter des débats entre Bercy et la Chancellerie. Il est probable en effet que la justice n'ait pas l'intention de perdre la main sur les délits boursiers.

**Olivia Dufour**

### **Comment concilier la nécessité de réprimer durement les abus de marché et l'impossibilité nouvelle de cumuler les sanctions ?**

La directive Abus de marché pose comme principe que les abus de marché les plus graves puissent être sanctionnés pénalement tout en incitant les Etats à disposer également d'un système de sanction administrative. Pour respecter à la fois le principe de la directive et celui du *ne bis in idem*, il suffit de poser l'interdiction du cumul des poursuites dans la loi et d'organiser le partage des dossiers entre l'AMF et le Parquet national financier (PNF), les cas les plus graves étant, en principe, poursuivis pénalement. Mais le diable est dans les détails et c'est bien sur les modalités pratiques de mise en place de l'aiguillage entre le PNF et l'AMF que les réflexions achoppent.

### **Dans la réorganisation qui en train d'être conçue, quels sont les atouts de l'AMF ?**

Je récusé le terme « atout » si vous suggérez par là une compétition entre le PNF et l'AMF. Les deux autorités de poursuite ont un but commun, punir les délinquants financiers qui doivent l'être, ce qui implique travail, patience et rigueur. En revanche, il me semble clair que le dispositif de sanction de l'AMF est bien adapté à la plupart des infractions qui peuvent être décelées tant par le Parquet et la brigade financière que par l'AMF. Depuis 2003, l'AMF a rendu 315 décisions de sanction et infligé un peu plus de 177 millions d'euros d'amendes. Nous avons transmis 182 affaires au parquet et 22 d'entre elles ont donné lieu à une sanction pénale. Nous sommes à l'origine de la détection de très nombreux abus de marché car nous disposons d'équipes très spécialisées et d'outils sophistiqués. Nous menons des enquêtes rapidement et dans le strict respect des droits de la défense. Dans la grande majorité des affaires, l'AMF est la mieux placée pour imposer, dans un délai rapide de 2 à 3 ans, des sanctions élevées et qui sont publiques.

### **Quels sont les points qui vous paraissent fondamentaux ?**

Nous devons parvenir à une plus grande cohérence et une plus grande efficacité du système tout en maintenant la coopération fructueuse entre les services de l'AMF et les services du Parquet. La durée excessive de la procédure pénale est critiquée par tous les praticiens. Aujourd'hui, certaines affaires d'abus de marché de faible ampleur sont néanmoins poursuivies au pénal. C'est paradoxal. Il serait logique que cette procédure plus longue et plus lourde soit réservée aux cas graves où une peine privative de liberté doit être envisagée. Pour déterminer la gravité d'un cas, et donc son aiguillage entre l'AMF ou le PNF, nous souhaitons pouvoir nous appuyer sur des critères reconnus de tous (le montant du profit, la récidive ou la bande organisée par exemple). Nous avons proposé qu'en cas de désaccord entre le parquet et l'AMF, chaque autorité conserve la possibilité d'engager des poursuites sur les dossiers qu'elle a présentés à la concertation. Certains proposent la création d'une commission neutre de partage des dossiers. Il faut en étudier la faisabilité, en termes de délais notamment.

### **La réforme peut-elle être l'occasion de renforcer la coopération entre l'AMF et la justice ?**

Oui et nos propositions vont dans ce sens. Nous souhaitons par exemple que le PNF puisse s'appuyer sur nos dossiers d'enquêtes sans avoir à refaire d'actes d'investigation complémentaire pour pouvoir engager des poursuites pénales. Cela permettrait de gagner du temps.



## ■ ASSEMBLÉE GÉNÉRALE OICV ET RÉUNION ICSA, LONDRES, 15-19 JUIN 2015

L'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (OICV ou IOSCO en anglais) a tenu cette année sa 40<sup>ième</sup> Assemblée générale annuelle à Londres, accueillie par la *Financial Conduct Authority (FCA)*.

En parallèle des débats publics, des réunions ont été organisées comme chaque année par ICSA (*International Council of Securities Associations*), entre l'industrie financière et les présidents des Comités permanents de l'OICV. L'industrie était représentée par une délégation d'ICSA, à laquelle participait l'AMAFI, ainsi que par des membres d'associations bancaires et des dirigeants de grandes sociétés de gestion.

Parmi les sujets d'attention prioritaires pour les régulateurs, relevons la liquidité des marchés obligataires, le financement par les marchés de capitaux pour les PME-ETI, les sanctions et les moyens de dissuasion efficaces (*credible deterrence*), ainsi que la résilience des infrastructures de marché, et particulièrement des chambres de compensation.

En marge de cet évènement, ICSA a tenu une réunion exceptionnelle dont l'objet principal était d'approuver formellement les modalités de sa réorganisation, et de définir sa stratégie ainsi que son programme de travail des mois à venir.

**Véronique Donnadieu**

## MIF 2

### Calendrier

Le calendrier d'élaboration des textes d'application (mesures de niveau 2) de MIF 2 a pris du retard. Les actes délégués, qui doivent être approuvés par la Commission européenne, continuent en effet à voir certaines de leurs dispositions très contestées par une grande partie de l'industrie ainsi que par diverses voix au sein du Parlement européen et du Conseil, en particulier en ce qui concerne les conditions d'encadrement du paiement de la recherche par les sociétés de gestion.

Les normes techniques réglementaires (*Regulatory technical standards – RTS*), dont la publication était attendue pour la mi-septembre, devraient finalement faire l'objet d'une publication légèrement décalée pour les principales d'entre elles (début octobre), et d'une publication reportée en fin d'année pour une autre partie. Certains sujets tels que les méthodes de détermination de la liquidité des titres obligataires demeurent encore en discussion parmi les régulateurs européens. Par ailleurs, l'AEMF vient de lancer jusqu'au 31 octobre 2015, une consultation s'agissant des normes techniques d'exécution (*Implementing technical standards - ITS*).

Le retard pris dans l'élaboration des textes d'application de MIF 2 est très pénalisant dans la mesure où ils constituent des éléments indispensables pour que les établissements puissent concrètement lancer la plupart des chantiers nécessaires pour mener les évolutions requises. L'Association a donc décidé de joindre sa voix à celles qui commencent à militer pour un report de l'entrée en application du nouveau dispositif, prévue le 3 janvier 2017. Des courriers en ce sens viennent d'être adressés aux autorités françaises et européennes.

**Véronique Donnadieu**

### Evaluation des compétences et connaissances des collaborateurs

L'AEMF, qui doit établir dans le cadre de MIF 2 des orientations visant à préciser les obligations des établissements en matière d'évaluation des compétences et connaissances de leurs collaborateurs, a lancé une consultation sur un projet de texte fin avril. Ces orientations pourraient ainsi constituer un premier pas vers des pratiques plus homogènes en Europe en la matière. Le dispositif mis en place par l'AMF est à cet égard plutôt avancé, peu de pays ayant mis en place une formalisation du contrôle des connaissances.

Dans ce contexte, l'AMAFI s'est attachée à formuler des propositions cohérentes avec le système de certification actuel de l'AMF, qu'elle souhaite voir conserver (*AMAFI/15-39*). Elle a par ailleurs souligné plus particulièrement deux points :

- S'agissant de la dissociation des obligations applicables, d'une part aux personnes qui donnent de l'information au client, d'autre part à celles qui les conseillent, elle a estimé qu'elle n'était pas souhaitable, chaque établissement adaptant l'intensité de sa formation aux différentes populations de collaborateurs concernés,
- S'agissant de l'obligation de tutorat à laquelle toute personne physique qui ne dispose pas d'une expérience ou d'une qualification appropriée serait soumise, elle semble, sur le principe, conforme à la pratique actuelle dans les activités de marché.

Toutefois, l'Association a proposé d'en limiter la durée à 6 mois afin d'en assurer la faisabilité et de maintenir la cohérence avec l'obligation de certification dans les 6 mois suivant l'entrée en fonction de la personne.

**Stéphanie Hubert, Julien Perrier**

## Lancement des travaux de transposition

Le Trésor, en étroite collaboration avec l'AMF, a lancé les travaux de Place en vue de la transposition de la directive MIF 2. Une première réunion s'est tenue mi-septembre, sur les sujets relatifs aux plateformes de négociation, à la négociation algorithmique et aux prestataires de services de communication de données. Elle sera suivie d'une réunion mi-octobre, sur les sujets de protection des investisseurs, et d'une autre début novembre sur ceux concernant les marchés de matières premières. Ces travaux sont menés sur la base de premiers projets de textes, avec la volonté d'éviter toute sur-transposition.

Une consultation formelle devrait être organisée en début d'année 2016, avant la transmission au Conseil d'État du projet d'ordonnance qui assurera la transposition. La volonté des pouvoirs publics est que ce projet soit « fidèle et complet » par rapport aux textes européens, ce qui passe aussi par le « nettoyage » du Code monétaire et financier en ce qui concerne les dispositions relevant désormais du règlement MIF. L'objectif est de finaliser le texte en juin, sachant que les États membres sont tenus par la directive de transposer celle-ci avant le 3 juillet 2016.

L'AMAFI est fortement impliquée dans ces travaux, tout en continuant les réflexions entreprises dans le cadre de ses Comités et groupes de travail sur la mise en œuvre de différents aspects de la directive et du règlement. Elle va ainsi diffuser à ses adhérents début octobre la première version du document de Questions/Réponses qui doit leur permettre de disposer d'éléments d'appréciation face aux interrogations auxquels ils peuvent être confrontés. La capacité à fournir des éléments suffisamment précis reste toutefois largement subordonnée à la publication des textes définitifs de niveau 2.

**Sylvie Dariosecq,  
Emmanuel de Fournoux et  
Victor Maurin**

## ■ INITIATIVE « MEILLEURE RÉGULATION »

La Commission européenne a publié le 19 mai 2015 une communication (*Better regulation for better results – An EU agenda*), ainsi que des lignes directrices en vue d'améliorer le processus législatif européen dans son ensemble, depuis sa préparation jusqu'à sa mise en œuvre.

Cette initiative, déclinée dans un ensemble de documents, vise à introduire plus de transparence dans le processus décisionnel, en particulier s'agissant des travaux et des négociations entre les trois institutions européennes (Conseil, Commission, Parlement), à améliorer la qualité des nouvelles législations à travers de meilleures études d'impact et à promouvoir l'évaluation et la revue des textes en vigueur à l'aune des objectifs politiques assignés. Elle se caractérise également par la volonté de faire participer tous les acteurs européens au processus législatif.

Pour l'AMAFI, si cette initiative ambitieuse ne peut qu'être approuvée dans son principe, elle n'est cependant pas nécessairement garante de l'amélioration du processus décisionnel européen. D'une part, beaucoup de mesures annoncées consistent en fait en une révision et un renforcement de procédures déjà existantes (par exemple, le programme d'évaluation REFIT, l'accord interinstitutionnel, les procédures relatives à la bonne conduite des consultations et des études d'impact, la délimitation des champs des actes secondaires, etc.) dont la mise en œuvre est aujourd'hui jugée plutôt satisfaisante. D'autre part, on peut s'interroger sur :

■ L'efficacité à terme de la multiplication des consultations et des études d'impact qui, concernant toute la chaîne

du processus législatif, risque de conduire à l'allongement des délais de production des textes sans nécessairement en améliorer la qualité ;

- La capacité des institutions à traiter les flux importants d'informations en résultant, sans surcoûts excessifs ;
- L'impact réel des messages relayés par les différentes parties prenantes.

En outre, il faut regretter que les conditions d'exercice du droit de contrôle des actes de niveau 2 par le Conseil et le Parlement ne soient pas clarifiées à cette occasion. C'est aujourd'hui un sujet central comme la question du paiement de la recherche dans MIF 2 l'a clairement mis en évidence. Pour l'AMAFI, alors que le processus actuel ne permet pas de garantir la qualité des normes adoptées, l'enjeu principal est d'organiser une enceinte de discussion permettant que les observations qui remontent des consultations soient discutées et arbitrées de façon suffisamment transparente.

**Véronique Donnadieu**

## ■ ABUS DE MARCHÉ

L'AEMF a informé la Commission européenne que les mesures techniques de mise en œuvre du règlement Abus de marché, initialement prévues au mois de juillet 2015, ne lui seraient soumises qu'en septembre 2015. Ces mesures traitent notamment du format des listes d'initiés. Au moment où cette Lettre part sous presse, aucune information n'indique si la nouvelle échéance du mois de septembre pourra être respectée.

Si le retard pris sur ce dossier se confirme, l'AMAFI considère que, comme pour MIF 2, il sera nécessaire de décaler la date d'entrée en vigueur du règlement Abus de marché, afin de donner aux personnes concernées, et aux établissements financiers en particulier, le temps nécessaire à sa mise en œuvre, conditionnée à des développements informatiques et organisationnels significatifs.

**Stéphanie Hubert**

## EUROPE

## ■ PRIIPS

Le Comité conjoint des autorités de supervision européennes a lancé une nouvelle consultation sur des aspects spécifiques des mesures de niveau 2 du règlement PRIIPS (Produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance). Ceux-ci concernent les dispositions relatives à l'information sur les risques, les performances et les coûts, pour lesquelles des normes techniques de mise en œuvre doivent être développées.

Dans la lignée de sa première réponse (AMAFI / 15-12), l'AMAFI a réitéré ses préférences pour une approche de calcul de l'indicateur de risque basée sur la volatilité, qui présente l'avantage d'être relativement simple à mettre en œuvre et d'être déjà utilisée avec succès dans le domaine des fonds. Suivant la même approche, l'Association a privilégié une présentation des performances non probabiliste, par scénarios, plus compréhensible pour l'investisseur et plus aisée à mettre en œuvre pour le producteur (AMAFI / 15-42).

Enfin, en matière de coûts, l'AMAFI a appelé les autorités à distinguer les coûts effectivement supportés par le client, générant du revenu pour le producteur, de ceux supportés par le producteur pour la fabrication de son produit.

**Stéphanie Hubert**

## ■ DÉPOSITAIRES CENTRAUX

L'AEMF a interrogé les acteurs de marché fin juillet sur les mesures de mise en œuvre des règles relatives aux procédures de rachat d'office des transactions réalisées de gré à gré. Cette consultation a été lancée pour tenir compte des commentaires critiques de nombreuses parties prenantes européennes, dont l'AMAFI, sur les propositions antérieures de l'AEMF.

Le mécanisme de rachat obligatoire permet, lorsqu'un vendeur de titres n'a pas rempli ses obligations de livraison des titres quatre jours après la date normale de règlement-livraison, de trouver un autre intervenant de marché pour les livrer à l'acheteur en lieu et place du vendeur défaillant. Il constitue un élément essentiel de la qualité du processus de règlement-livraison. Pour autant, son mode opératoire doit être efficace et opérationnel. Dans ce contexte, les seuls intervenants dans la chaîne de règlement-livraison susceptibles de pouvoir opérer les rachats sont les participants de marché et non les dépositaires centraux comme le prévoyait initialement l'AEMF (AMAFI / 15-40).

**Emmanuel de Fournoux, Victor Maurin**

## ■ EMIR

La Commission européenne a lancé une consultation début août en vue de réviser le règlement sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (EMIR). Cette consultation s'inscrit dans le cadre de la préparation au réexamen du texte, prévu par l'article 85(1) du règlement. Elle intervient alors que deux des principales obligations de ce texte, à savoir l'obligation de compensation centralisée et les exigences de marges pour les dérivés non compensés, ne sont pas encore entrées en application.

L'AMAFI a rappelé à cette occasion sa préoccupation que les chambres de compensation aient un accès favorisé à la liquidité des banques centrales (AMAFI / 15-41). Elle a en outre indiqué que, compte tenu des difficultés opérationnelles y étant attachées, le *frontloading* (compensation des contrats conclus entre la date d'agrément de la chambre de compensation pour la catégorie de contrats concernée et la date d'entrée en application de l'obligation de compensation) devait être abandonné. Par ailleurs, il est important de s'assurer que le fonctionnement des collèges de régulateurs soit rendu plus efficace et uniforme.

**Emmanuel de Fournoux,  
Victor Maurin**

## FRANCE

## ■ RÉFLEXION SUR LA LIQUIDITÉ

Compte tenu des fortes tensions enregistrées sur la liquidité de plusieurs marchés secondaires ces derniers mois, le risque d'assèchement est devenu une source de préoccupation majeure des intervenants de marché.

Dans ce contexte, l'Association a décidé d'apporter sa contribution au débat public en cours. Elle est ainsi en train de finaliser un document de réflexion sur cette question, au sein de son Comité Structure de marché. Alors que l'on constate simultanément une réduction de l'offre de liquidité et une augmentation de la demande latente de liquidité, l'enjeu est que des crises de liquidité qui jusqu'ici, avaient des effets seulement passagers, ne soient désormais plus facilement et plus rapidement susceptibles de se transformer en crises majeures. L'effet systémique qui en résulterait serait d'autant plus paradoxal que cette situation trouverait largement sa source dans les nombreuses et importantes mesures de régulation prises en réponse à cette crise.

Aussi, à partir d'un éclairage synthétique sur les facteurs expliquant cet effet de ciseau, l'objectif est de préciser les pistes qui paraissent devoir être examinées de façon approfondie pour assurer que le marché soit en mesure de continuer à remplir efficacement son rôle.

**Emmanuel de Fournoux,  
Victor Maurin**

## ■ BLANCHIMENT DÉCLARATION DE SOUPÇON

L'ACPR a lancé une consultation en vue de modifier ses lignes directrices sur les déclarations de soupçon, établies conjointement avec Tracfin.

A cette occasion, l'AMAFI a souhaité que puisse être clarifiées les modalités d'exercice du droit d'opposition de Tracfin. Celles-ci ont en effet été récemment modifiées par la Loi de séparation et régulation des activités bancaires, qui a supprimé le délai d'un jour ouvrable suivant une déclaration de soupçon pendant lequel Tracfin pouvait exercer son droit d'opposition.

Il résulte de cette suppression une incertitude quant au délai à partir duquel un établissement peut procéder à la réalisation d'une opération ayant fait l'objet d'une déclaration de soupçon.

L'Association a proposé de préciser que Tracfin ne peut exercer son droit d'opposition, sur la base d'informations contenues dans une déclaration de soupçon réalisée préalablement à l'exécution d'une opération, que pendant le délai d'exécution de cette opération qui est indiqué dans la déclaration de soupçon.

**Stéphanie Hubert,  
Julien Perrier**

## ■ FISCALITÉ DE L'ÉPARGNE - BAROMÈTRE AMAFI 2015

Afin d'évaluer sur le plan fiscal, le degré d'attractivité de la France en matière de financement des entreprises, l'AMAFI établit depuis plusieurs années un baromètre fiscal régulièrement mis à jour. L'édition 2015 est disponible sous la forme de quatre notes qui dressent un état des lieux et procèdent à des analyses comparatives entre la France et ses principaux partenaires économiques et financiers (AMAFI / 15-26 ; 15-36 ; 15-37 ; 15-38).

Le principal enseignement de cette édition 2015 est clair : au-delà de l'extrême complexité de sa fiscalité de l'épargne, la France taxe ses résidents investissant dans leur économie beaucoup plus lourdement que ses voisins. Même dans les pays du nord de l'Europe, caractérisés par leurs taux élevés de prélèvements, le taux global de taxation de l'épargne (revenus ou plus-values) plafonne à 27 % pour la Norvège ou à 30 % pour la Suède, alors qu'il avoisine désormais en France 40 % sur les dividendes et près de 60 % sur les plus-values de cession sans détention longue et sur les intérêts si leur montant annuel excède 2.000 €.

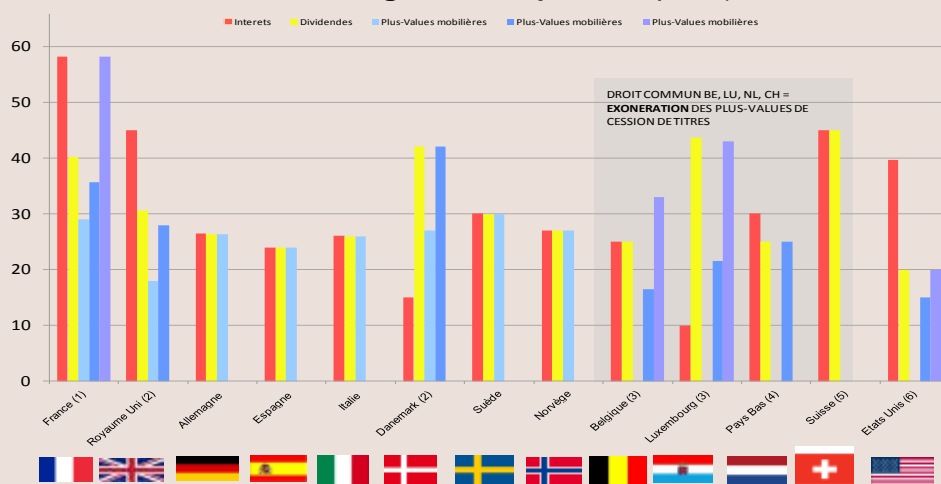
Dans ce contexte, à l'heure des choix budgétaires, l'AMAFI a souligné cet été auprès des pouvoirs publics l'urgence d'une évolution de la fiscalité de l'épargne en France afin de sécuriser la

pérennité du financement de son économie. La pertinence des adaptations nécessaires devra notamment être évaluée à la lumière des comparaisons internationales.

De ce point de vue, beaucoup de réflexions sont menées en prenant comme point central de comparaison l'exemple allemand, les pouvoirs publics français ayant souvent souligné la nécessité d'un rapprochement voire d'un alignement des règles fiscales des deux pays. Si l'on retient cette approche, rappelons que l'Allemagne se situe comme la France dans la fourchette haute du niveau de taxation dans les comparaisons internationales, sans toutefois atteindre les sommets de l'exception française, et avec deux différences notables. D'abord, si le principe de taxation des intérêts, des dividendes et des plus-values est la soumission au barème progressif de l'impôt sur le revenu (IR) en Allemagne comme en France, les plus-values comme les dividendes bénéficient en Allemagne d'un abattement de 40 %. Mais surtout, les investisseurs peuvent opter pour un prélèvement forfaitaire libératoire d'IR au taux global de 25 % (taux effectif de 26,4 % compte tenu d'une surcharge de solidarité de 5,5%) ce qui n'est pas le cas en France.

**Eric Vacher**

**Fiscalité de l'épargne comparée  
Taux marginaux d'imposition (2015)**



Source : AMAFI / 15-38

## ZOOM AMAFI

### NOUVEAUX ADHÉRENTS

**Investimo**, établissement de crédit spécialisé qui est autorisé à fournir des services de réception-transmission d'ordres, négociation pour compte propre, prise ferme, placement garanti et non-garanti. Ses dirigeants sont M. Hubert Rodarie (Directeur général) et M. Pierre-Louis Carron, (Directeur général délégué).

**La Française Bank, Succursale de Paris**, établissement de crédit dont les activités sont la réception-transmission d'ordres, l'exécution d'ordres, la négociation pour compte propre, le conseil en investissement, la prise ferme et le placement garanti et non garanti. Ses dirigeants sont Franck Meyer (Membre du directoire) et Arnaud Sarfati (Directeur général).

**Opera Trading Capital**, entreprise d'investissement ayant pour activité la négociation pour compte propre sur les principales classes d'actifs (actions, obligations et matières premières). Ses dirigeants sont François Demon (Directeur général), Stéphane Liot (Directeur général délégué) et Xavier Coste (Directeur général délégué).

### EQUIPE AMAFI

Entrée à l'AMAFI il y a sept ans et demi, en tant que Directeur de la Conformité, **Stéphanie Hubert** a géré durant cette période de très nombreux dossiers particulièrement importants pour la Profession. Début septembre, elle a rejoint *Axa Investment Managers* en qualité de Responsable de la conformité. Par ailleurs, **Julien Perrier**, Chargé de mission affaires juridiques et conformité, qui a commencé sa carrière professionnelle à l'AMAFI en septembre 2012, a rejoint HSBC mi-septembre en qualité de *Compliance Officer*.

Toute l'équipe de l'AMAFI leur souhaite beaucoup de succès dans leurs nouveaux postes.

Le poste de Stéphanie Hubert a été repris début octobre par **Pauline Laurent**. Pauline est bien connue de nombreux adhérents puisqu'elle a commencé sa carrière à l'Association en 2005 et ne s'en est jamais vraiment éloignée depuis. Devenue *Compliance Officer* chez Exane en 2007 avant de rejoindre Crédit Agricole Cheuvreux, puis Natixis où elle était Adjointe au Responsable de la conformité marché. Elle a ainsi participé à de nombreux travaux menés par l'Association dans le domaine de la conformité. Elle arrive à un moment particulièrement crucial où les nouvelles dispositions MIF et Abus de marché doivent être mises en œuvre.

**Bertrand de Saint Mars**

## ACTIVITÉS

### AMAFI

Chiffres clés du  
01/09/2014 au  
01/09/2015

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

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

**8** Conférences et événements AMAFI

**4** Normes professionnelles

**3** Bonnes pratiques professionnelles

## VOS CONTACTS

- **Philippe Bouyoux**  
01 53 83 00 84 - pbouyoux@amafi.fr
- **Sylvie Dariosecq**  
01 53 83 00 91 - sdariosecq@amafi.fr
- **Véronique Donnadiou**  
01 53 83 00 86 - vdonnadiou@amafi.fr
- **Emmanuel de Fournoux**  
01 53 83 00 78 - edefournoux@amafi.fr
- **Pauline Laurent**  
01 53 83 00 87 - plaurent@amafi.fr
- **Alexandra Lemay-Coulon**  
01 53 83 00 71 - alemaycoulon@amafi.fr
- **Victor Maurin**  
01 53 83 00 73 - vmaurin@amafi.fr
- **Bertrand de Saint Mars**  
01 53 83 00 92 - bdesaintmars@amafi.fr
- **Eric Vacher**  
01 53 83 00 82 - evacher@amafi.fr