

LETTRE OUVERTE DE L'AMAFI
AUX CANDIDATS À L'ÉLECTION PRÉSIDENTIELLE

RENFORCER LA PLACE DE PARIS AU SERVICE DE L'INTÉRÊT GÉNÉRAL

16 Propositions

POUR TIRER PARTI
DE LA NOUVELLE DONNE EUROPÉENNE

Paris, le 28 octobre 2016

Le coup de tonnerre du Brexit change radicalement la donne en Europe dans le domaine financier. Construite comme un marché de plus en plus intégré et largement dominée par Londres, l'Europe financière doit repenser son modèle. A une époque où les marchés financiers sont de plus en plus au centre du financement de l'économie, et où leur régulation intelligente est un enjeu collectif majeur, il n'est pas concevable que l'Europe des 27 continue à se reposer sur une place de marché qui lui sera devenue extérieure.

Seconde place financière d'Europe, pépinière de talents, Paris n'a pourtant pas cessé de perdre du terrain depuis 30 ans et son image s'est plus encore gravement détériorée. Au vu de l'importance croissante des marchés, ce recul constitue une grave perte de souveraineté et signale un handicap croissant pour le financement de l'économie française.

Le Brexit nous offre la possibilité d'une nouvelle chance.

Compte tenu de sa place dans l'Europe de la finance, la France se doit de jouer un rôle de proposition crucial dans la définition de l'Europe financière de demain. Ce doit en même temps être pour elle l'occasion de se réformer en profondeur, tant en termes d'attractivité que d'orientation de son épargne en faveur des entreprises.

Tel est l'objet des 16 propositions concrètes qui suivent, par ailleurs présentées de façon détaillée.

En termes de compétitivité, les points de réforme prioritaires au regard des enjeux relatifs aux marchés financiers visent le droit du travail et la fiscalité. Le premier en concentrant l'effort sur les hautes rémunérations, qui n'ont pas de raison de bénéficier d'une protection conçue pour la grande majorité des salariés. La seconde, en corrigeant les dispositifs les plus pénalisants, à commencer par la taxe sur les salaires.

S'agissant de l'épargne et du financement de l'économie, un point central est la priorité à donner résolument à l'épargne à long terme et plus particulièrement investie en actions. Cela implique une révision de la fiscalité correspondante, qui peut d'ailleurs s'envisager à prélèvements globaux inchangés, ainsi qu'une initiative forte en faveur du développement de fonds de pension, sous l'égide d'un Fonds de réserve des retraites réactivé.

L'AMAFI

Les 16 propositions

PROPOSITION 1

Mener une analyse approfondie sur les conditions de la négociation qui va s'ouvrir avec le Royaume-Uni en matière de finance de marché avec l'objectif d'assurer à l'Europe à 27 l'autonomie et la sécurité de sa finance, et sur les bases ainsi définies, activer la prise de conscience au niveau européen.



PROPOSITION 2

Adopter une structure de la fiscalité de l'épargne qui reconnaisse la priorité nationale que constitue le financement long en premier lieu par détention d'actions, mais aussi, dans une moindre mesure, d'obligations longues.



PROPOSITION 3

Prévoir particulièrement dans cette réforme structurelle de la fiscalité de l'épargne, pour les dividendes et les plus-values de cession de valeurs mobilières, sur option du bénéficiaire, un prélèvement forfaitaire libératoire de l'impôt sur le revenu et des prélèvements sociaux de 27 %.



PROPOSITION 4

Donner au PEA et au PEA-PME tous les atouts pour en faire des produits d'épargne de masse redonnant le goût de l'investissement en actions par :

- Simplification du mode de calcul des prélèvements sociaux en prévoyant que pour les plans clôturés moins de 10 ans après leur ouverture, les taux applicables sont, hors cas éventuel d'une baisse, ceux en vigueur au moment de l'ouverture du Plan ;
- Création d'un avantage fiscal supplémentaire encourageant l'investissement sur longue durée en prévoyant que pour les plans clôturés plus de 10 ans après leur ouverture, il y a exonération de prélèvements sociaux ;
- Reconnaissance de l'éligibilité au PEA et aux PEA-PME des droits et bons de souscription qui ne peuvent donner lieu à abus.



Les 16 propositions

PROPOSITION 5

Doter la France d'un investisseur puissant agissant à très long terme au bénéfice de l'économie française en redonnant au Fonds de réserve des retraites son ambition d'origine.



PROPOSITION 6

Créer un Plan d'épargne retraite populaire en actions (PERPA), encourageant plus efficacement et de façon plus crédible que les dispositifs actuels un effort d'épargne sur longue durée et permettre que ce PERPA puisse s'appuyer sur l'expertise de gestion à long terme du Fonds de réserve des retraites. Bloquées sur au moins 15 ans, les sommes investies dans le PERPA seraient défiscalisées à l'entrée pour être fiscalisées à la sortie, celle-ci s'effectuant en principe sous forme de rente en complément des sommes versées au titre de la retraite par répartition.



PROPOSITION 7

Créer un Plan d'Épargne pour l'Investissement (PEI), investi en majorité en actions, présentant des caractéristiques au moins identiques à celles de l'assurance-vie en unités de compte et permettant de pallier les défauts de Solvabilité 2.



PROPOSITION 8

S'appuyer sur la capacité d'innovation des entrepreneurs français et la renforcer en développant de façon volontaire le capital-risque et les *business angels*, tout en faisant de Paris la place européenne de référence en la matière.



PROPOSITION 9

Utiliser, s'il est maintenu, l'impôt de solidarité sur la fortune pour favoriser l'investissement dans les entreprises, notamment en déplaçant la déduction pour l'investissement dans des PME en croissance.



Les 16 propositions

PROPOSITION 10

Assurer aux entreprises que le traitement fiscal de leur financement en fonds propres soit au moins équivalent à celui accordé à leur financement par dette, et normalement plus avantageux.



PROPOSITION 11

Abaisser le taux de l'impôt sur les sociétés au taux moyen des États membres de l'Union européenne.



PROPOSITION 12

Affirmer Paris comme le lieu permettant de centraliser efficacement des activités de marché paneuropéennes.



PROPOSITION 13

Désengager la France du projet de taxe européenne sur les transactions financières, destructeur en termes de financement de l'économie et de localisation en France d'activités de marché.



PROPOSITION 14

Supprimer la taxe sur les salaires, éventuellement de manière progressive. A défaut, exonérer de taxe sur les salaires les nouvelles embauches (y compris les impatriés) pendant une durée de 8 ans.



PROPOSITION 15

Créer un régime particulier, réduisant les protections accordées par le droit du travail, pour les salariés percevant un salaire dépassant un certain plafond, et pouvant aller jusqu'à la sortie du code du travail au-delà d'une certaine rémunération.



PROPOSITION 16

Intégrer dans les missions fixées par le législateur à l'Autorité des marchés financiers, le bon financement de l'économie par les marchés.



Un environnement en pleine mutation

Une ambition affirmée à la fin des années 80 ...

A la fin des années 80, alors que l'Europe commençait à engager la construction d'un grand marché intégré des services financiers, la France a entrepris une importante réforme de l'organisation de son marché financier, dont les grands principes dataient de plus d'un siècle. L'objectif était de doter le pays d'un outil lui permettant de faire face aux besoins de financement de son économie tout en lui donnant les moyens de maintenir son autonomie face à la concurrence renforcée de Londres. Cette dernière, s'appuyant entre autres sur les atouts constitués par une langue au cœur des échanges internationaux et par la puissance d'investissement de ses fonds de pension, venait en effet de réaliser son « *Big bang* » avec la volonté affichée de renforcer encore son pouvoir d'attraction pour devenir la Place financière de référence au niveau mondial et européen.

... peu-à-peu émoussée

Cette ambition d'une Place de Paris autonome en mesure de servir les besoins nationaux de financement de l'économie et d'allocation de l'épargne, tout en attirant autant que possible des investisseurs et des émetteurs étrangers, s'est toutefois émoussée au fil des ans. Le recul de Paris dans les classements internationaux en est la traduction, d'autant plus inquiétante qu'il s'est progressivement accéléré, la reléguant désormais au 29^{ème} rang mondial selon le classement le plus connu, derrière les Îles Caïmans et devant Casablanca¹ ... La *City* quant à elle maintient depuis longtemps maintenant, son rang de première Place financière mondiale, seulement contesté par New-York.

Une bataille gagnée par Londres ...

Les atouts originels de Londres ont bien sûr joué un rôle non négligeable dans l'acquisition de ce rôle central, particulièrement s'agissant de la présence des intervenants nord-américains, historiquement puissants dans les activités de marché. Mais ces atouts ont aussi été amplifiés par une action volontariste d'accompagnement des acteurs de marché, quelle que soit leur nationalité. Forte de cette stratégie d'ouverture, et de la fluidité autorisée par un passeport européen approfondi au fil des avancées du grand marché intégré, la *City* a ainsi peu à peu conforté sa position de lieu naturel et incontournable d'accueil pour ceux qui, au niveau paneuropéen, veulent offrir des produits et services de marché.

... mais également perdue par Paris malgré la présence d'acteurs importants du marché paneuropéen

Si l'image parfois véhiculée d'une Place de Paris en concurrence frontale avec Londres n'a jamais été réaliste, Paris n'était pas pour autant condamnée à la marginalisation. Hors Royaume-Uni, la France reste en Europe le pays qui compte la finance de marché la plus développée, avec des acteurs nationaux qui sur certains segments de marché jouent un rôle important, sinon de premier plan. Cette situation résulte notamment de l'expertise développée lorsque nos grandes entreprises et l'État, au moment où le marché européen n'était pas encore aussi intégré qu'aujourd'hui, ont eu besoin de recourir massivement à l'épargne internationale : les premières pour financer un développement qui les place souvent désormais parmi les leaders mondiaux de leur secteur d'activité ; le second, pour financer son déficit budgétaire. Nos grandes banques et acteurs de marché, déjà importants au niveau mondial, ont eu ainsi l'occasion de renforcer leur panoplie de compétences, nourrissant l'ambition de la fin des années 80. Toutefois, la force d'attraction de Londres est telle que, pour servir leurs clients européens et mondiaux, beaucoup de ces acteurs français ont fait le choix au cours de ces dernières années de renforcer surtout leur présence outre-Manche.

Une attention insuffisante aux conditions de compétitivité des acteurs ...

La marginalisation de la Place de Paris au sein de l'Union européenne est d'abord la conséquence d'une attention insuffisante aux conditions de compétitivité des acteurs. Celles-ci sont particulièrement décisives dans un secteur où passeport européen et caractère immatériel de l'offre de produits et services financiers se conjuguent pour laisser toute latitude aux acteurs dans la localisation de leurs activités. Ici, les handicaps communs à tous les acteurs économiques situés en France², et souvent rappelés, sont renforcés par des facteurs spécifiques aux acteurs financiers. La rigidité du droit du travail en est un majeur, particulièrement sensible s'agissant d'activités qui peuvent connaître des cycles brutaux face auxquels les employeurs sont particulièrement attentifs à disposer d'une capacité d'ajustement rapide. La fiscalité en est un autre, avec des taxes spécifiques pesant sur les entreprises du secteur financier établies en France, comme la taxe sur les salaires. Par ailleurs, bien que frappant les seuls investisseurs résidents, l'impôt sur les opérations de bourse a joué un rôle particulier à partir de 1996 : tel que dessiné alors, il suffisait en effet de recourir à un intermédiaire non-résident pour y échapper ... C'est d'ailleurs pour cette raison que cet impôt a été supprimé en 2008³ et que la taxe sur les transactions financières mise en place en 2012, malgré des effets contreproductifs pour l'économie⁴, repose sur des principes rendant indifférente la localisation de l'acteur financier qui intervient dans la réalisation de la transaction.

... comme à l'orientation de l'épargne ...

Mais une place financière et les acteurs qui la composent ne sont qu'un outil, dont la finalité est de servir le financement de l'économie et l'allocation de l'épargne, en assurant plus particulièrement la rencontre entre porteurs de projets et porteurs de financements. Sans le carburant que constitue l'épargne, une place ne peut remplir efficacement cette mission. A cet égard, la force de Londres est certainement d'avoir puissamment attiré l'épargne internationale, en capitalisant sur la base importante d'investisseurs nationaux que sont les fonds de pension britanniques, activement présents sur les marchés et largement tournés vers l'investissement long à risque. Cette base, qui n'existe pas en France, n'a pas été compensée par d'autres moyens. Hors l'épisode très particulier des privatisations, qui a conduit les pouvoirs publics à inciter les épargnants à souscrire au capital des entreprises concernés, mais en faisant souvent miroiter un gain rapide et facile, les choix politiques effectués depuis 20 ans ont en réalité eu l'effet inverse. Ce n'est que très récemment, alors que la situation avait atteint un point d'orgue préoccupant, que différentes initiatives ont été prises pour la corriger, sans pour autant que l'on constate une inversion des évolutions tendanciennes.

... conséquence notablement d'une fiscalité qui ne reconnaît pas l'enjeu de l'épargne longue à risque

La fiscalité a indéniablement joué un rôle majeur dans cette évolution. La fiscalité de l'épargne, édictée sans perspective d'ensemble au gré de priorités conjoncturelles, est aujourd'hui articulée sans reconnaissance véritable de l'enjeu majeur : que l'épargne soit investie au profit de l'investissement long des entreprises, et donc principalement en actions. Pire, au fil des ans, ses déséquilibres n'ont cessé de s'aggraver⁵. Notre fiscalité de l'épargne, l'une des plus lourdes aujourd'hui au niveau européen malgré les correctifs mineurs apportés ces deux dernières années, favorise nettement les placements liquides et peu risqués, et les produits de taux, au détriment de ceux servant le financement long des entreprises, conduisant de plus en plus nettement les Français à se détourner de cette forme d'épargne⁶. Ce retrait alarmant est parfois analysé comme la résultante d'une aversion au risque particulièrement forte : il n'y a pourtant là aucune fatalité génétique alors que c'est l'épargne de nos compatriotes qui a massivement permis à la France de devenir une grande puissance industrielle, en finançant le développement de ses entreprises à partir du XIX^{ème} siècle et jusqu'à la seconde guerre mondiale.

Londres, une force gravitationnelle en accroissement constant ...

En devenant le centre du financement de marché de l'économie européenne, la Place britannique est devenue le lieu qui s'impose naturellement aux acteurs de marché qui développent une activité paneuropéenne, voire mondiale : celui qui permet d'y rassembler le plus efficacement des équipes de toutes nationalités en capacité de servir des clients de tous horizons, celui qui dispose du plus profond marché de l'emploi pour ces acteurs et des plus fortes expertises dans les domaines nécessaires à leur accompagnement (conseils juridiques, en stratégie, informatiques, ...). Cette capacité d'attraction joue d'ailleurs maintenant à un double niveau : si la présence historique de grands investisseurs internationaux intéressés par l'Europe, a d'abord induit le renforcement de l'offre de services de marché disponible à Londres, c'est désormais la présence d'une offre de services diversifiée et de haut niveau et d'un gigantesque bassin interactif de talents qui incite les grandes entreprises européennes à localiser au plus près de cette offre certaines des équipes qui y ont recours, au premier rang desquelles leurs directions financières.

... source de richesse collective et d'influence dans l'édification du cadre européen des activités de marché

Le Royaume-Uni a de ce fait capté au niveau européen une part importante de la valeur ajoutée et des emplois hautement qualifiés que créent, directement et indirectement, les activités de marché. Au sein de l'Union européenne, le poids de son industrie de marché lui a en outre permis d'acquérir une prééminence politique particulière dans l'édiction de la norme communautaire encadrant ces activités. Le cadre normatif des marchés mis en place par l'Europe est en effet d'inspiration britannique sur beaucoup d'aspects. Il en est ainsi du mouvement de libéralisation de l'offre transfrontière de services et de produits de marché, traduit plus notamment par la mise en œuvre et l'approfondissement progressif du principe du passeport européen à partir de 1993, et très significativement accéléré après 1999 au travers du Plan d'action sur les services financiers. Mais c'est également vrai de plusieurs initiatives réglementaires prises ces dernières années en réponse à la crise financière, dont certaines ont, ironiquement, été rendues indispensables par des défaillances particulières du système financier outre-Manche.

Paris, un affaiblissement qui constitue un abandon de souveraineté financière préoccupant ...

La force de Londres a pour revers la faiblesse de Paris. Comment considérer que la richesse collective et les emplois hautement qualifiés que créent les activités de marché ne pourraient être utiles à la croissance dont la France a besoin ? D'autant plus que nos compatriotes peuplent en proportion importante les salles de marché du monde entier, Londres en premier lieu. Comment considérer aussi qu'il ne serait pas précieux que la France pèse davantage dans la définition des normes européennes encadrant ces activités ? Comment surtout accepter l'abandon de souveraineté financière qui découle, non seulement de l'insuffisante maîtrise des acteurs et mécanismes de marché qui sont au cœur du financement de l'économie, mais aussi d'une dépendance excessive à l'épargne internationale ?

... avec pour conséquence une faiblesse accrue en période de crise et un contrôle insuffisant de nos entreprises

Comme l'expérience le met en évidence, chaque crise conduit les investisseurs et acteurs de marché à se recentrer géographiquement sur leurs zones d'origine, dégradant plus ou moins significativement selon l'intensité de la crise en cause, la capacité des entreprises qui n'y sont pas situées, à avoir accès à des financements, au moment même où elles en ont souvent le plus besoin. Mais offrir aux entreprises

françaises un accès suffisamment ouvert à l'épargne domestique n'est pas seulement un enjeu en termes de capacité de financement en période de crise. Pour nos grandes entreprises, source légitime de fierté, c'est l'assurance que quand bien même elles sont par nature tournées vers l'économie mondiale, le poids des investisseurs étrangers dans les prises de décisions stratégiques reste dans des proportions acceptables⁷. Pour les autres, et principalement les PME et les *start-up* qui n'ont pas accès à l'épargne internationale, c'est l'assurance qu'une épargne de proximité est en mesure de leur fournir les sources de financement nécessaires à leur développement.

Le Brexit, une nouvelle donne ...

La domination de Londres, qui paraissait pourtant irréversible il y a quelques mois encore, est aujourd'hui remise en cause, conséquence de la volonté exprimée le 23 juin dernier par le peuple britannique de quitter l'Union européenne. Quel que soit en effet le résultat des négociations qui à terme, fixeront le cadre des futures relations de cette dernière avec le Royaume-Uni, deux conséquences sont certaines en termes d'activités de marché : d'une part, les acteurs établis outre-Manche ne bénéficieront plus demain de la même fluidité pour proposer leurs services et produits financiers à des épargnants et des entreprises établis dans l'Union ; d'autre part, l'influence que conservera éventuellement le Royaume-Uni dans l'évolution du cadre européen des activités de marché ne sera plus institutionnellement reconnue.

... qui doit être saisie avec détermination

Cette nouvelle donne ne peut être ignorée. Certes, elle peut paraître marginale au regard des autres implications qu'induit la décision du Royaume-Uni, y compris en termes d'avenir de la construction européenne. Politiquement, en outre, elle n'est pas nécessairement facilement compréhensible pour une opinion publique souvent hostile aux activités financières. Il serait toutefois dangereux de pas considérer le bouleversement induit par le Brexit avec toute l'attention qu'il mérite alors que comme l'Europe, la France voit son modèle de financement de l'économie dépendre de plus en plus du marché, que la stimulation de la croissance est liée à la capacité de ses entreprises à financer leur développement et à investir dans un appareil de production de qualité à la pointe de l'innovation, sans lequel elles ne pourront résister face à des concurrents bénéficiant de coûts de production moindres⁸. Il est donc indispensable de parvenir à tirer toutes les conséquences du constat que la principale place de marché qui aujourd'hui, sert ses entreprises et ses épargnants, sera demain hors de l'Union européenne.

Dans cet environnement l'AMAFI formule 16 propositions autour de 5 axes

Axe 1

Prendre en compte l'enjeu que constituent les activités de marché dans la négociation qui s'ouvre avec le Royaume-Uni

PROPOSITION 1

Mener une analyse approfondie sur les conditions de la négociation qui va s'ouvrir avec le Royaume-Uni en matière de finance de marché avec l'objectif d'assurer à l'Europe à 27 l'autonomie et la sécurité de sa finance, et sur les bases ainsi définies, activer la prise de conscience au niveau européen.

Le Brexit, un enjeu réel pour le Royaume-Uni

Pour le gouvernement britannique, l'enjeu économique lié aux activités de marché est majeur : si l'attention populaire est concentrée sur d'autres sujets, au premier chef desquels la liberté de circulation des personnes, il n'en reste pas moins que la contribution apportée par la City au PIB national, et de ce fait à la croissance du pays, est trop élevée pour que le Royaume-Uni ne cherche pas à conserver, au profit des acteurs de marché qui y sont implantés, un accès aussi fluide que possible au continent européen⁹. A défaut, Londres peut même craindre que le cercle vertueux qui l'a conduit au premier rang des places financières mondiales ne se retourne à son détriment mais au profit d'autres places mondiales, et au premier chef de New-York, Singapour ou Hong-Kong, mais aussi d'autres places européennes¹⁰.

Des textes européens non conçus pour gérer une situation aussi particulière ...

Pour l'Union européenne, il est d'autant plus nécessaire de préparer en amont la négociation à venir que si les textes encadrant les activités de marché comportent des dispositions qui définissent les conditions de ses relations avec les pays tiers, ces textes n'ont absolument pas été conçus pour tenir compte d'une situation aussi particulière que celle du Royaume-Uni et avec des enjeux aussi considérables. La Place de Londres est en effet la seule à conjuguer taille et proximité géographique, alors que les États-Unis ou le Canada ne remplissent que le

premier critère et la Norvège ou la Suisse seulement le second. En fait, sur le terrain des activités de marché, l'Union européenne va négocier avec le pays où est actuellement implantée sa capitale financière.

... reposant sur des dispositifs d'équivalence inadaptés

Cette situation est d'autant plus préoccupante que l'Europe privilégie traditionnellement une logique d'ouverture aux acteurs situés dans des pays tiers, seulement limitée par l'existence de mécanismes d'équivalence. Outre que leurs conditions varient sensiblement en fonction des textes qui les définissent¹¹, ces mécanismes ne prévoient pas en l'état de contrôler de façon rigoureuse que l'équivalence d'origine est maintenue dans la durée. Or, outre que l'équivalence n'est pas seulement celle des règles mais aussi celle de leur application, il est vital de veiller à ce qu'aucune dérive de nature à remettre en cause l'équivalence ne puisse survenir au fil des ans. Pour cela un dispositif de vérification annuelle est indispensable, permettant dès qu'un décalage significatif de législation intervient, de suspendre, temporairement ou définitivement, les facilités d'accès au marché européen qui auraient été accordées.

La France doit être au cœur de cette négociation

Compte tenu de l'importance de son secteur des activités de marché, bien supérieure à celles des autres pays significatifs en Europe, et de l'enjeu que représente pour elle le bon financement de ses entreprises, la France doit être au cœur de l'initiative qui, sous l'angle des activités de marché, analysera pour l'Union européenne les implications de la sortie prochaine du Royaume-Uni et, en conséquence, fixera les solutions qu'il convient de mettre en œuvre. Dans la négociation générale qui va s'ouvrir avec le Royaume-Uni, il est capital que l'Union européenne prenne en charge les questions de marché énergiquement et sans naïveté. Pour cela, il est nécessaire que la France mène d'abord une réflexion autonome avant de la confronter à celle de ses partenaires européens.

Axe 2

Une fiscalité de l'épargne en cohérence avec l'enjeu du financement des entreprises

PROPOSITION 2

Adopter une structure de la fiscalité de l'épargne qui reconnaisse la priorité nationale que constitue le financement long en premier lieu par détention d'actions, mais aussi, dans une moindre mesure, d'obligations longues.

Une fiscalité de l'épargne complexe et lourde qui privilégie l'épargne liquide et sans risque au détriment de l'épargne longue à risque

En France, la structure de la fiscalité de l'épargne est caractérisée par des taux d'imposition élevés et par une forte complexité, signalée par des modalités de mise en œuvre peu lisibles. Surtout, elle est conçue à l'inverse de ce qu'exigerait l'intérêt général : l'épargne placée dans des produits liquides et sans risques est faiblement taxée, là où l'épargne employée dans le financement à long terme et à risque des entreprises est le plus souvent lourdement imposée. Ainsi, les intérêts du Livret A et des autres livrets réglementés ne supportent aucune fiscalité, l'épargne logement réglementée est fiscalisée à 15,5 %, l'assurance vie à 23 %. Dans le même temps, les livrets bancaires classiques et autres placements financiers voient leurs intérêts soumis à l'impôt sur le revenu et aux prélèvements sociaux. La détention directe d'actions (et d'obligations désormais) reste dans cet environnement la forme d'épargne la plus taxée avec un taux de prélèvement sur les particuliers pouvant aller au-delà de 58,21 %¹².

Une remise à plat impérative, surtout au regard des comparaisons internationales

Ce dispositif d'ensemble, peu favorable au financement de l'économie, de la croissance et de l'emploi, résulte d'une évolution législative longue et régulière depuis une vingtaine d'années. Accélérée à partir de 2007, elle a connu son apogée avec la Loi de Finances pour 2013 et l'introduction d'une nouvelle exception française en matière de prélèvements sur l'épargne des ménages : l'imposition au barème progressif des revenus et des plus-values. Avec la Loi de Finances pour 2014, un rééquilibrage de la fiscalité de l'épargne s'est amorcé en faveur de l'épargne en actions, particulièrement en cas de détention longue, mais ses modalités d'application continuent de rendre le dispositif peu efficace et relativement dissuasif. Les comparaisons internationales, particulièrement au niveau européen, mettent en évidence de façon inquiétant la situation atypique de la France de ce point de vue.

Une réforme dont le coût fiscal doit être justement apprécié

A l'heure où l'endettement public frôle les 100 % du PIB national¹³, le coût d'une refonte de la fiscalité de l'épargne pourrait apparaître lourd. Ce coût est toutefois plus faible qu'il n'y paraît car inciter les épargnants à retrouver la voie du financement des entreprises, c'est aussi « recréer » des recettes fiscales dans un domaine où elles ont désormais largement disparu. Ce coût doit en tout état de cause être soupesé par rapport à l'enjeu que constitue, d'une part, le bon fonctionnement d'une économie en mesure de se développer et d'investir à long terme dans ses capacités de production, d'autre part, la volonté d'une moindre dépendance de cette économie aux capitaux extérieurs.

Axe 2

Une fiscalité de l'épargne en cohérence avec l'enjeu du financement des entreprises

PROPOSITION 3

Prévoir particulièrement dans cette réforme structurelle de la fiscalité de l'épargne, pour les dividendes et les plus-values de cession de valeurs mobilières, sur option du bénéficiaire, un prélèvement forfaitaire libératoire de l'impôt sur le revenu et des prélèvements sociaux de 27 %.

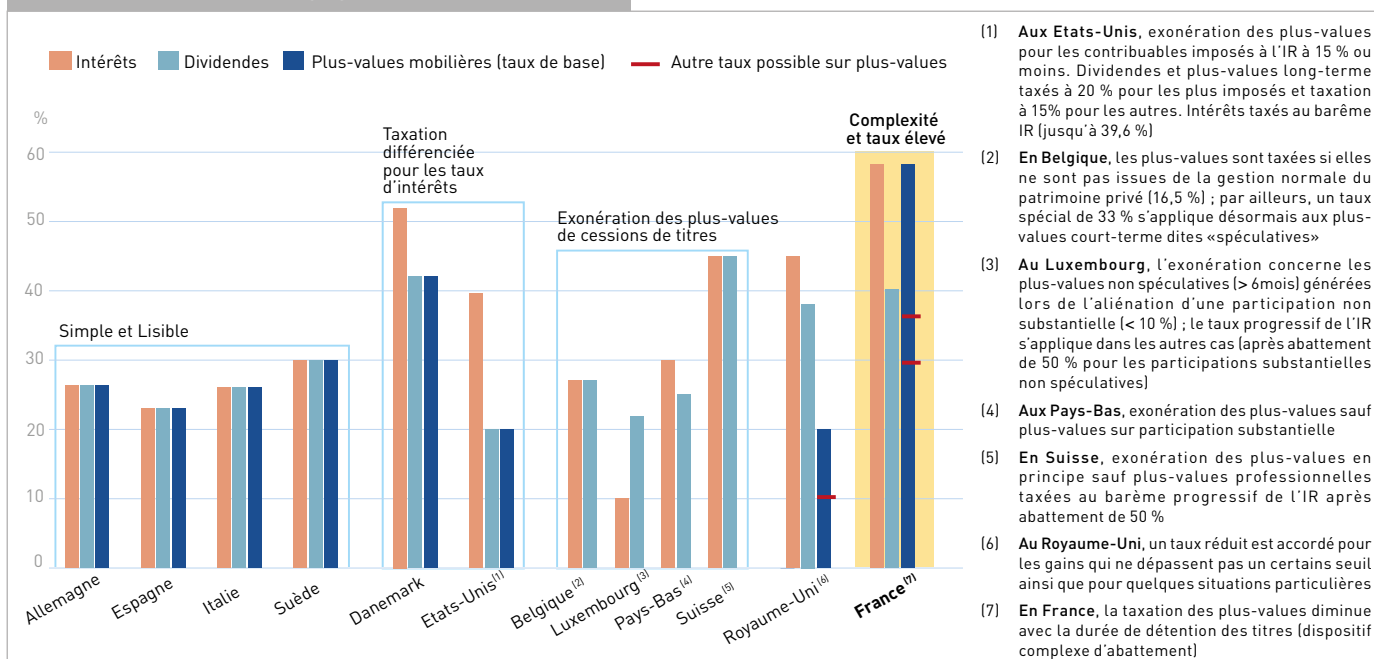
Pas d'épargne longue sans stabilité fiscale ...

En France, la fiscalité sur le capital est marquée par une grande instabilité législative dont la seule certitude est, sur moyen / long terme, une aggravation continue de la pression fiscale, notamment au travers des prélèvements sociaux dont la hausse continue paraît irréversible. Cette situation est particulièrement peu incitative à l'investissement sur le long terme, alors que c'est justement cette épargne qu'il est impératif de mobiliser au service du financement de l'économie.

... avec un dispositif clair et lisible de taxation de l'épargne

Le handicap que constitue l'instabilité fiscale dans un contexte qui plus est de taux nominaux d'imposition élevés, est renforcé par des modalités atypiques par rapport à la situation de la grande majorité des autres pays. Ainsi, à la forte progressivité du barème de l'impôt sur les revenus, pouvant atteindre 49 %¹⁴, auquel s'ajoutent des prélèvements sociaux proportionnels ainsi que, le cas échéant, un troisième impôt progressif, l'ISF, calculé sur la détention de capital. Cet empilement conduit à des taux marginaux effectifs pouvant devenir confiscatoires car dépassant 100 % des revenus du capital¹⁵. Sans aller jusqu'à rejoindre le club des pays qui ont choisi, avec un certain succès, d'encourager l'épargne en actions en exonérant les plus-values de cessions de titres (Luxembourg, Pays-Bas, Suisse, Belgique, ...), il est urgent néanmoins de rejoindre le club « raisonné » de ceux qui ont choisi un dispositif simple et clair de taxation de l'épargne à un taux forfaitaire (Allemagne, Espagne, Italie, Suède, Norvège,...). Cela passe par l'instauration d'un prélèvement forfaitaire libératoire de l'impôt sur le revenu et des prélèvements sociaux qui, au regard de la situation révélée par les comparaisons européennes – notamment avec l'Allemagne dont le taux est à 26,4 % – et internationales (traduites dans le tableau ci-dessous¹⁶), devrait être fixé à 27 %, qu'il s'agisse de revenus de plus-values ou de dividendes.

Fiscalité de l'épargne comparée
Taux marginaux d'imposition
2016



Axe 2

Une fiscalité de l'épargne en cohérence avec l'enjeu du financement des entreprises

PROPOSITION 4

Donner au PEA et au PEA-PME tous les atouts pour en faire des produits d'épargne de masse redonnant le goût de l'investissement en actions par :

- **Simplification du mode de calcul des prélèvements sociaux en prévoyant que pour les plans clôturés moins de 10 ans après leur ouverture, les taux applicables sont, hors cas éventuel d'une baisse, ceux en vigueur au moment de l'ouverture du Plan ;**
- **Création d'un avantage fiscal supplémentaire encourageant l'investissement sur longue durée en prévoyant que pour les plans clôturés plus de 10 ans après leur ouverture, il y a exonération de prélèvements sociaux ;**
- **Reconnaissance de l'éligibilité au PEA et au PEA-PME des droits et bons de souscription qui ne peuvent donner lieu à abus.**

Le PEA et le PEA-PME, redonner le goût de l'investissement en actions

Détenus plus de cinq ans, le PEA et le PEA PME – outils privilégiés pour la détention longue d'un portefeuille d'actions – présentent un réel intérêt fiscal puisque l'épargnant ne supporte alors plus que les prélèvements sociaux. Pourtant, si plus de sept millions de PEA étaient enregistrés en 2007, ils ne sont plus que quatre millions et demi aujourd'hui selon les statistiques publiées par la Banque de France pour le premier semestre 2016¹⁷. Cette régression est d'autant plus préoccupante que ces mêmes statistiques font apparaître que l'encours moyen des PEA est aujourd'hui très faible, autour de seulement 17.500 euros, alors que certains sont ouverts depuis 1992, date du lancement du dispositif. Dans le même temps, le PEA-PME, lancé en 2014, est très loin d'avoir rencontré l'essor espéré par certains : seulement 56.542 plans ouverts

pour un encours moyen d'un peu plus de 10.000 euros. Cette situation est bien sûr la traduction révélatrice de la désaffection croissante, déjà soulignée, des ménages pour les placements en actions.

Une complexité particulière liée au mode de calcul des prélèvements sociaux

Les détenteurs de PEA ou de PEA-PME n'étant fiscalisés que lorsque des retraits partiels ou totaux sont effectués, le calcul des prélèvements sociaux s'effectue selon des modalités complexes qui, en fonction de l'évolution de leur taux sur la durée du plan, tiennent compte des dates auxquelles des versements ont été effectués. Pour les plans les plus anciens, il devient alors nécessaire de gérer de multiples situations dans lesquelles les principes de compensation des assiettes de prélèvements sociaux s'appliquent différemment. Cette situation, créatrice d'une grande complexité pour les épargnants et les établissements financiers qui détiennent ces plans, est contreproductive. Pour la résoudre, il suffirait de geler à la date d'ouverture du plan le taux applicable des prélèvements sociaux. A cette occasion devrait d'ailleurs être également reconnu l'intérêt de sommes mobilisées sur longue durée au profit du financement des entreprises en exonérant totalement de prélèvements sociaux, les plans détenus plus de 10 ans.

Les DPS et les BSA concourent au financement des entreprises

Pour mettre fin à certains abus constatés, le placement sur un PEA ou un PEA-PME des droits ou bons de souscription ou d'attribution attachés à des actions éligibles à un tel plan a été interdit à compter du 1^{er} janvier 2014. La pratique a toutefois révélé qu'au-delà de son objectif anti-abus, ce dispositif affecte également des opérations légitimes par lesquelles des entreprises lèvent des financements sur le marché en interdisant ou en limitant la capacité des titulaires de PEA et PEA-PME à participer à des opérations d'augmentation de capital. C'est pour mettre fin à cette situation inappropriée que la profession a formulé en 2015 des propositions concrètes qui, tout en répondant à l'objectif anti-abus poursuivi par le législateur¹⁸, laisse la possibilité à leurs détenteurs de participer aux augmentations de capital utiles au financement des entreprises.

Axe 3

Orienter de nouveaux flux d'épargne vers l'investissement à long terme

PROPOSITION 5

Doter la France d'un investisseur puissant agissant à très long terme au bénéfice de l'économie française en redonnant au Fonds de réserve des retraites son ambition d'origine.

Le FRR, un outil qui transcende le débat retraite par répartition ou par capitalisation

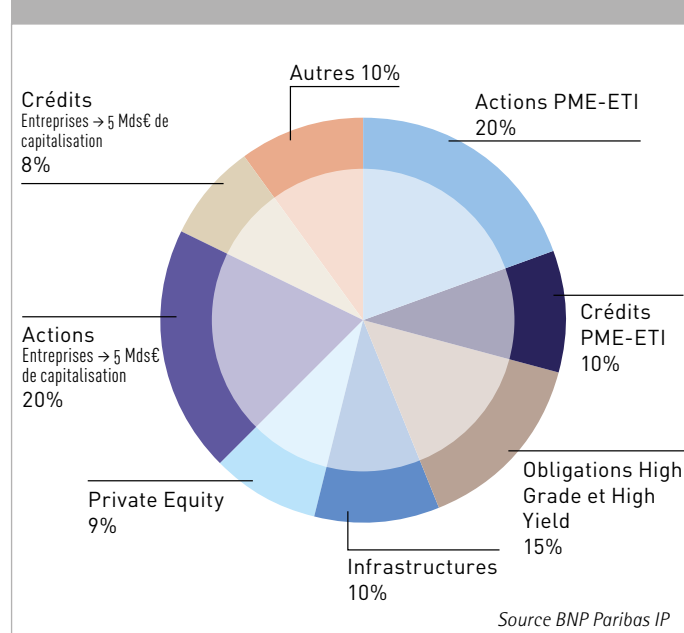
Créé en 2001, le Fonds de réserve des retraites (FRR) avait pour objectif initial de constituer des réserves destinées à contribuer à la pérennité des régimes de retraite par répartition. Établi sous l'ombrelle de la Caisse des dépôts et consignations et bénéficiant d'une gouvernance qui associe le Parlement et les partenaires sociaux, le FRR est techniquement géré comme un fonds de pension, privilégiant le long terme. Transcendant le débat retraite par répartition ou par capitalisation, il a ainsi développé une expertise humaine et technique précieuse qui lui a permis de réaliser des performances honorables compte tenu des difficultés rencontrées sur les marchés depuis sa création avec notamment une désarticulation des échelles rendement-risque. Alors qu'il était prévu de lui confier à l'origine environ 120 Mds€, fin 2015 ses actifs ne s'élevaient qu'à un peu plus de 36 Mds€, dans le cadre d'une gestion désormais menée en extinction.

L'enjeu d'un investisseur puissant orienté vers le long terme

En France, de manière très spécifique, l'investissement à long terme au capital des entreprises, notamment petites et moyennes, a été traditionnellement dévolu à l'assurance. Les compagnies d'assurance ont ainsi été longtemps des soutiens massifs du financement long par le marché de ces entreprises. La mise en place de Solvabilité 2 et l'élévation anticipée des contraintes prudentielles en résultant les ont toutefois amenés

à modifier significativement leurs choix stratégiques en la matière, et à se désengager significativement de cette classe d'actifs au cours des dernières années. Pour pallier ce désengagement, différentes initiatives ont été prises, parmi lesquelles la création de la Banque publique d'investissement (BPI), le lancement des fonds Novo ou le lancement des contrats Euro-croissance et Vie-génération. Pour autant, l'existence de capacités d'investissement à long terme en rapport avec les besoins de l'économie nationale reste loin d'être assurée. C'est tout l'enjeu d'un outil comme le FRR qui, doté de capitaux suffisants, alloués en représentation de passifs de long terme, est justement en mesure de mettre en œuvre une politique d'investissement tournée vers le long terme, et donc orientée vers des classes d'actifs trop souvent déshéritées¹⁹ : PME, *private equity*, en particulier *l'early stage*, à destination des jeunes entreprises de croissance ... Dans une enveloppe théorique ramenée à 100 Mds€, ce sont ainsi environ 25 Mds€ qui auraient « rationnellement » vocation à leur être ainsi alloués.

Portefeuille modèle horizon 20 ans



Axe 3

Orienter de nouveaux flux d'épargne vers l'investissement à long terme

PROPOSITION 6

Créer un Plan d'épargne retraite populaire en actions (PERPA), encourageant plus efficacement et de façon plus crédible que les dispositifs actuels un effort d'épargne sur longue durée et permettre que ce PERPA puisse s'appuyer sur l'expertise de gestion à long terme du Fonds de réserve des retraites. Bloquées sur au moins 15 ans, les sommes investies dans le PERPA seraient défiscalisées à l'entrée pour être fiscalisées à la sortie, celle-ci s'effectuant en principe sous forme de rente en complément des sommes versées au titre de la retraite par répartition.

Répondre à une inquiétude forte des Français

Pour une part de plus en plus importante de nos concitoyens, la retraite est un sujet de préoccupation de premier ordre : malgré un fort attachement au système par répartition, les inquiétudes croissent sur sa capacité à assurer des revenus suffisants aux retraités. Plus d'un Français sur deux déclare ainsi placer de l'argent sur un produit d'épargne pour améliorer sa retraite, et un quart déclarent le faire régulièrement, y compris parmi ceux qui disposent de faibles revenus²⁰.

Diriger cet effort d'épargne vers l'investissement long

Au sein du patrimoine financier des ménages français, la part investie en actions reste faible, et continue à s'affaiblir une fois prise en compte l'augmentation des cours²¹. Or, s'agissant d'une épargne en vue de la retraite, c'est justement le type d'actif qui devrait être privilégié car le plus en mesure de procurer du rendement sur longue durée. De très nombreux dispositifs existent pour encourager l'épargne retraite, mais leur nombre même, leur complexité ainsi qu'une fiscalité souvent inadaptée font que ces produits ne rencontrent pas le succès qui devrait être le leur²². Il faut donc un nouveau type de plan en mesure de répondre à l'attente des épargnants, qui ce faisant renforcera les capacités d'investissement à long terme présentes en France. Et parce que le FRR dispose d'une expertise reconnue en termes de gestion à long terme, il faut aussi, si les épargnants y ont convenance, qu'ils puissent lui déléguer la gestion de ce plan.

PROPOSITION 7

Créer un Plan d'épargne pour l'investissement (PEI), investi en majorité en actions, présentant des caractéristiques au moins identiques à celles de l'assurance-vie en unités de compte et permettant de pallier les défauts de Solvabilité 2.

Une assurance-vie faiblement investie dans le financement long de l'économie

Alors que comme cela a été précédemment décrit, compte tenu de Solvabilité 2, les compagnies d'assurance se sont largement retirées de l'investissement actions au cours des dernières années, l'assurance-vie qui représente le premier placement financier des Français, n'est pas venue pallier ce désengagement. Reflet sans doute du regard critique que portent nos compatriotes sur l'investissement en actions, 284 Mds€ seulement sont investis en unités de compte, particulièrement utiles au financement long de l'économie en comportant une part actions, alors que 1.375 Mds€ sont investis en contrat euros²³. Par ailleurs, les nouveaux supports « Euro-croissance » et « Vie-génération » introduits en 2014 pour permettre « une allocation d'actifs combinant au mieux au profit de l'économie le risque et la sécurité », connaissent un développement qui reste limité²⁴.

Créer un produit incitatif à la détention d'actions bénéficiant des mêmes avantages que l'assurance-vie

Le succès de l'assurance-vie repose sur une fiscalité très incitative qui taxe les détenteurs à 23 % (prélèvements sociaux compris) au-delà d'une détention de huit ans. Compte tenu des enjeux attachés à l'investissement en actions, il est donc collectivement utile de prévoir une fiscalité de même poids pour un produit favorisant l'investissement en actions pendant une durée similaire. Le PEA est certes un produit de cette nature, et même plus avantageux puisqu'en fait, les détenteurs ne supportent que les prélèvements sociaux dès la cinquième année. Le fait qu'il soit plafonné à 150.000 € de versements constitue toutefois une différence significative avec l'assurance-vie, surtout alors que la capacité à investir dans un tel produit, et donc dans l'investissement productif des entreprises, est directement liée à la capacité d'épargne de chacun.

Axe 3

Orienter de nouveaux flux d'épargne vers l'investissement à long terme

PROPOSITION 8

S'appuyer sur la capacité d'innovation des entrepreneurs français et la renforcer en développant de façon volontaire le capital-risque et les *business angels*, tout en faisant de Paris la place européenne de référence en la matière.

L'innovation est critique pour la croissance

La croissance dépend de trois facteurs : le capital, le travail, le progrès technique. La productivité totale des facteurs de production est intimement liée à l'innovation. Favoriser et développer l'innovation est donc critique²⁵. Mais, si l'innovation suppose l'intelligence, elle requiert aussi du capital : c'est ce dernier qui, sur des échéances souvent longues et au prix de certains échecs, finance les initiatives de recherche et développement et leur transformation en applications industrielles ou commerciales. Certes l'innovation n'est pas le seul fait des entreprises nouvelles, mais la contribution de ces dernières est disproportionnée au regard de leur poids économique tandis qu'il a été établi qu'elles sont aussi celles qui créent le plus d'emplois et recrutent le plus de jeunes.

La France, un pays d'entrepreneurs

La France est dotée de campus d'excellence produisant de jeunes diplômés à la valeur internationalement reconnue, dont certains ont l'ambition de concrétiser leurs idées en devenant entrepreneurs. Aujourd'hui, la difficulté d'accéder aux financements nécessaires conduit un nombre trop important d'entre eux à mettre ces idées en œuvre ailleurs qu'en France. La Silicon Valley compte ainsi 60.000 Français, et certains d'entre eux sont très visibles parmi les fondateurs d'entreprises cotées sur le NASDAQ.

L'enjeu de la taille mondiale

Aujourd'hui, la valeur boursière cumulée du GAFAM (Google, Amazon, Facebook et Apple) est comparable à celle du CAC 40, alors même que ces sociétés ont été créées au tournant de ce siècle. Mais avant d'en arriver là, ces entreprises ont été des Licornes, ces *start-up* non cotées en Bourse et valorisées à plus d'un milliard de dollars. Sur 160 d'entre elles dénombrées début 2016, 94 étaient américaines, 15 européennes, dont une française (BlaBlaCar), 29 chinoises et 7 indiennes. Les 20 premières ont un niveau de financement privé médian de l'ordre d'un milliard de dollars, alors que les montants totaux levés par le capital risque en France ont été d'un peu moins de 2 Mds€ en 2015. Elles ont en très grande majorité bénéficié de financements privés importants et répétés, le nombre de tours de financement étant souvent supérieur à 4. L'an dernier, 116 firmes américaines ont bénéficié d'injections de capital supérieures à 100 millions de dollars, contre 26 européennes et 86 asiatiques.

Une ambition française qui doit être affirmée

Aujourd'hui le capital-risque français est doté de 6 Mds€, dont un tiers pour la Banque publique d'investissement. Certes, les investissements en capital-risque progressent en valeur absolue puisque les capitaux investis ont doublé en six ans, tandis que la taille des tickets de troisième tour a doublé entre 2014 et 2015, comme le total des montants investis. Les *start-up* sont populaires, et elles bénéficient de l'appui « idéologique » des pouvoirs publics et du financement direct ou indirect de la BPI. Pour autant, la France ne progresse pas au sein du trio de tête en Europe. À égalité avec les Britanniques et les Allemands en 2009, nous sommes aujourd'hui distancés par les premiers tandis que Berlin a forgé l'ambition de devenir la capitale européenne des *start-up*.

Axe 3

Orienter de nouveaux flux d'épargne vers l'investissement à long terme

PROPOSITION 9

Utiliser, s'il est maintenu, l'impôt de solidarité sur la fortune pour favoriser l'investissement dans les entreprises, notamment en déplaçant la déduction pour l'investissement dans des PME en croissance.

Un impôt complexe qui singularise la France avec des effets qui peuvent être confiscatrices

Comme cela a déjà été souligné, l'impôt sur la fortune introduit une complexité supplémentaire en termes de fiscalité de l'épargne en ajoutant, pour les contribuables concernés, un nouvel impôt progressif sur les revenus de leur épargne financière. Alors que la France est le seul pays européen dans lequel existe encore un impôt de ce type, différents travaux²⁶ ont pointé ses inconvénients, dont le manque à gagner budgétaire résultant de l'expatriation d'un certain nombre de contribuables²⁷. A tel point que sa suppression est de plus en plus souvent évoquée.

Favoriser l'accumulation du capital

L'un des enjeux auxquels fait face la France est celui du capital. Alors que ses entreprises manquent de capital, au détriment de l'investissement productif, notamment dans l'innovation, il est plus que jamais urgent de mettre en place les dispositifs qui peuvent permettre l'accumulation du capital. Aussi, et sans préjuger de la suppression éventuelle de l'ISF, il faut constater qu'en cas de maintien, cet impôt constitue un important réservoir d'épargne pouvant être dirigée vers le financement long des entreprises. C'est d'ailleurs bien le fondement de la mise en place de la déduction fiscale de 50 % des sommes investies au capital de PME dans la limite de 45.000 € de déduction. Ce dispositif devrait alors être élargi en montant et en pourcentage, la perte de recettes budgétaires correspondantes devant être compensée par le stimulus fourni aux entreprises qui, par des capacités d'investissement accrues, créeront de la richesse collective et des emplois.

Axe 4

Reconnaître fiscalement l'enjeu du financement en fonds propres pour l'entreprise

PROPOSITION 10

Assurer aux entreprises que le traitement fiscal de leur financement en fonds propres soit au moins équivalent à celui accordé à leur financement par dette, et normalement plus avantageux.

Une fiscalité d'entreprise qui avantage généralement le recours à l'endettement

Dans la plupart des pays aujourd'hui, les choix de financement des entreprises sont influencés par la fiscalité, laquelle génère un biais en faveur du financement par l'emprunt plutôt que par les fonds propres²⁸. La situation de la France par rapport à l'Allemagne et au Royaume-Uni est particulièrement défavorable de ce point de vue. Pour servir un revenu net de 100 à l'apporteur de fonds l'entreprise française doit produire un résultat brut de 230 quand elle lève des capitaux sous forme de fonds propres (actions, ...), mais seulement de 195 lorsqu'elle le fait sous forme de fonds d'emprunts (dette obligataire, titres de créances, comptes courants, ...). Si l'Allemagne et le Royaume-Uni connaissent le même phénomène, il est toutefois moindre. Ainsi, toujours pour produire un revenu net de 100 à l'apporteur de fonds, l'entreprise qui lève des capitaux sous forme de fonds propres doit produire un résultat brut de 195 lorsqu'elle est allemande et de 185 lorsqu'elle est britannique. Et pour l'une et l'autre de 172 quand il s'agit de fonds d'emprunts.

Des solutions existent pourtant

Après une crise qui a montré les excès de l'effet de levier, et dans un contexte où les financements d'entreprises dépendent de plus en plus de leur capacité à lever des fonds propres, l'atténuation du surcoût des fonds propres par rapport à l'emprunt est devenue un enjeu essentiel. En outre, de l'avis du FMI comme de la Commission Européenne, ce biais fiscal au financement d'entreprise est constitutif d'un risque systémique qu'il conviendrait de réduire par l'adoption de dispositifs décourageant l'usage excessif de l'effet de levier. Au moins quatre types de dispositifs susceptibles de réduire ce biais fiscal au financement des entreprises ont ainsi été identifiés par les travaux académiques²⁹ qu'il s'agisse de l'imposition totale des bénéfices d'entreprise (CBIT : *Comprehensive Business Income Tax*), de la déduction sur fonds propres (ACE : *Allowance for Corporate Equity*), de la déduction notionnelle du financement d'entreprise (ACC : *Allowance for Capital Corporate*) ou encore de l'imposition des seuls flux de trésorerie (CFT : *Cash-Flow Taxation*).

PROPOSITION 11

Abaisser le taux de l'impôt sur les sociétés au taux moyen des États membres de l'Union européenne.

Une situation française très dégradée

La tendance internationale à la baisse du taux d'imposition des bénéfices des entreprises s'exprime déjà depuis de nombreuses années dans la plupart des pays. La France, à contre-courant de ce mouvement, a pratiqué des hausses de taux jusqu'à une période récente où la tendance s'est inversée. Le retard pris en la matière est considérable par rapport à ses partenaires européens³⁰. Aujourd'hui, les pouvoirs publics semblent avoir pris la mesure de ce qui constitue incontestablement un handicap de compétitivité et d'attractivité du territoire en fixant une trajectoire de baisse de ce taux permettant d'atteindre 28 % pour l'ensemble des entreprises en 2020. Ce taux restera néanmoins significativement supérieur à celui de nos voisins alors qu'en 2015 la moyenne européenne était à 22,8 %³¹. A l'heure du Brexit, il est en outre intéressant de porter une attention particulière à l'évolution du taux de cet impôt au Royaume-Uni. En 2008, il était de 30 %, aujourd'hui de 20 %, et il est prévu de le porter à 17 % en 2020 alors que les débats politiques internes évoquent déjà la perspective d'une accélération de cette baisse avec un objectif de taux à 15 % pour concurrencer notamment l'Irlande.

Axe 5

Saisir l'opportunité créée par le Brexit en dotant la France d'un dessein fort en matière de marché

PROPOSITION 12

Affirmer Paris comme le lieu permettant de centraliser efficacement des activités de marché paneuropéennes.

Retrouver l'ambition de la fin des années 80

Il serait tout à fait dommageable que la France ne tire pas partie de la décision de sortie du Royaume-Uni pour reconquérir une partie au moins du terrain abandonné depuis la fin des années 80. Outre qu'une maîtrise suffisante du système financier constitue aussi un enjeu de sa propre souveraineté, elle n'a pas de raison de laisser échapper la valeur ajoutée et les emplois que créent, directement et indirectement, les activités de marché. Surtout alors que, plus que ses partenaires européens, la France dispose d'atouts réels à cet effet.

La nécessité d'un discours public ambitieux

Les premières mesures annoncées en juillet dernier par le Premier Ministre vont dans le bon sens. Elles ne peuvent toutefois être considérées comme suffisantes au regard des handicaps dont souffre la France. Même si certains d'entre eux sont plus phantasmés que véritablement réels, il est nécessaire que soit affirmée une ambition forte, soutenue par des mesures positionnant Paris de manière crédible en tant que zone d'attraction des activités de marché au sein de l'Union européenne. C'est l'objectif de réflexions en cours entre les entreprises, les investisseurs et les acteurs de marché réunis au sein de Paris Europlace.

La France a des atouts reconnus

Parmi les atouts reconnus de la France, on citera :

- ▶ Une forte capacité d'accueil en termes de bureaux et de logements à des coûts qui restent raisonnables ;
- ▶ Des salariés ayant des formations de qualité, les Français étant d'ailleurs nombreux à peupler les salles de marché du monde entier ;
- ▶ Une position géographique au sein de l'Union européenne qui, doublée avec un réseau ferroviaire à grande vitesse et un grand aéroport international, permet de rallier rapidement les autres capitales européennes ;
- ▶ Une situation en zone euro ;
- ▶ La présence à Paris de l'Autorité européenne des marchés financiers ;
- ▶ Un cadre de vie attractif pour les personnels engagés dans les activités de marché, du point de vue tant de l'offre de santé que de l'éducation ou de la vie culturelle.

Axe 5

Saisir l'opportunité créée par le Brexit en dotant la France d'un dessein fort en matière de marché

PROPOSITION 13

Désengager la France du projet de taxe européenne sur les transactions financières, destructeur en termes de financement de l'économie et de localisation en France d'activités de marché.

Un projet toujours en négociation ...

Depuis 2011, sur la base d'analyses dont les fondements économique et scientifique sont très discutables, la Commission européenne a créé l'illusion qu'une taxe de ce type pouvait permettre de dégager des montants de recettes de l'ordre de plusieurs dizaines de milliards d'euros sans véritable dommage pour le financement de l'économie, ni pour les activités de marché qui supporteront directement cette taxation³². Cette illusion, pour chimérique qu'elle soit – les revenus escomptés sont significativement supérieurs aux bénéfices des entités réputées acquitter la taxe –, a alimenté l'espoir que les recettes permettraient d'atteindre simultanément de multiples objectifs par ailleurs louables (réduction des déficits budgétaires, lutte contre le réchauffement climatique, aide aux pays en voie de développement, lutte contre le sida, ...). Si la majorité des États membres, plus réaliste, s'est désolidarisée du projet, 11 d'entre eux, dont la France, ont accepté de s'engager début 2014 dans un projet de coopération renforcée. Depuis, même si les discussions se poursuivent, elles n'ont pas encore abouti à un accord politique et l'un des États participants a désormais quitté officiellement la table des négociations d'un projet qui nécessite de réunir l'accord d'au moins 9 d'entre eux. La réalité c'est que l'approfondissement de la réflexion que nécessite cette négociation conduit à identifier les nombreuses difficultés inhérentes à ce projet³³.

... aux effets destructeurs ...

Par plusieurs aspects, faute de tenir compte des limites d'une taxe au champ territorial restreint, et de l'expérience retirée de précédents dispositifs³⁴, les orientations en cours de négociation confèrent potentiellement des effets destructeurs à cette TTFE. Pour les entreprises des pays participants, la taxation des actions et des dérivés renchérit le coût de leur financement en fonds propres – dont les enjeux sont exposés par le présent document – ainsi que le coût de couverture de leurs risques, créant une distorsion concurrentielle par rapport à leurs compétiteurs. Si les plus grandes entreprises trouveront sans doute des moyens de s'organiser pour limiter cette distorsion, il n'en sera pas de même pour les autres. Et cela au moment même où leur rôle dans le retour de la croissance est soulignée ... Mais la distorsion atteindra aussi les acteurs de marché de ces mêmes pays, en rendant non compétitives par rapport à leurs concurrents qui n'y seront pas soumis, de nombreuses activités, et particulièrement la tenue de marchés³⁵ et les activités sur produits dérivés³⁶. Au final, comme ses précurseurs, et sans que le contraire ait jamais été sérieusement démontré, la taxe envisagée se traduira par des pertes de recettes fiscales et sociales et des destructions d'emplois.

... particulièrement pour la France

Ces effets contreproductifs sont particulièrement avérés pour la France par rapport aux autres pays participants : d'abord parce qu'elle compte un nombre élevé de grandes entreprises internationales qui lèvent activement des financements sur les marchés, mais aussi parce que son secteur des activités de marché est relativement le plus important. Une chose est sûre en tout état de cause : tous les efforts entrepris par ailleurs pour que, dans le cadre du Brexit, la France soit une destination privilégiée pour localiser des activités de marché paneuropéennes n'ont plus aucune raison d'être si ce projet est poursuivi.

Axe 5

Saisir l'opportunité créée par le Brexit en dotant la France d'un dessein fort en matière de marché

PROPOSITION 14

Supprimer la taxe sur les salaires, éventuellement de manière progressive. A défaut, exonérer de taxe sur les salaires les nouvelles embauches (y compris les impatriés) pendant une durée de 8 ans.

Une exception française qui pèse lourd sur le coût du travail

Créée en 1948, la taxe sur les salaires frappait alors un secteur financier qui, comme les secteurs hospitalier, éducatif, immobilier et associatif, n'était pas exposé à la concurrence internationale. Si cela reste largement vrai pour ces derniers, ce n'est plus le cas du secteur financier. La disparition du contrôle des changes il y a près de 35 ans, le développement de nombreuses activités à l'international et la réalisation par l'Europe d'un grand marché intégré largement fondé sur le principe du passeport européen, soumettent désormais le secteur financier à une forte concurrence, nord-américaine notamment³⁷. Alors que la taxe sur les salaires demeure sans équivalent à l'étranger, les plus de 2 Mds€ prélevés au travers d'elle sur les acteurs financiers représentent une distorsion grave de compétitivité. Et d'autant plus que sa très forte progressivité (taux de 4,25 % à 20 %) pénalise spécialement les emplois les plus qualifiés, et comme elle est dépourvue de mécanisme de réfaction à l'export, elle pèse particulièrement sur les activités financières internationales exercées depuis la France.

Une suppression qui s'impose

Dans cet environnement, auquel vient s'ajouter l'enjeu que constitue l'affirmation de Paris comme lieu de localisation d'activités de marché qui, demain, ne pourront plus être exercées depuis Londres, la suppression de la taxe sur les salaires s'impose. Si une suppression brutale peut apparaître difficile dans le contexte budgétaire que l'on connaît, il faut à tout le moins un processus de suppression progressive. Aux différentes formes que pourrait prendre cette suppression progressive, l'une pourrait passer par une exonération de taxe sur les salaires réalisées sur les nouvelles embauches. Ce mécanisme, sans créer de distorsion avec les acteurs qui ont fait le choix de maintenir des activités à Paris, se révélerait particulièrement attractif pour les établissements qui, dans le cadre du Brexit, réfléchissent actuellement à leurs choix de localisation.

Axe 5

Saisir l'opportunité créée par le Brexit en dotant la France d'un dessein fort en matière de marché

PROPOSITION 15

Créer un régime particulier, moins protecteur en termes de protection accordée par le droit du travail, pour les salariés percevant un salaire dépassant un certain plafond, et pouvant aller jusqu'à la sortie du code du travail au-delà d'une certaine rémunération.

Des salariés dont le rapport avec leur employeur rend sans objet la protection générale accordée par le droit du travail

Le droit du travail a mis en place un régime protecteur du salarié fondé sur la constatation que celui-ci est souvent en position de faiblesse par rapport à son employeur. Une telle position est toutefois d'autant moins avérée que le salaire perçu est important. Au-delà de certains seuils, il y a même souvent inversion du rapport de force : un salaire élevé est en effet la contrepartie du prix qu'une entreprise attache à la présence d'un collaborateur. Le maintien au profit de ces personnes des mêmes protections que celles conférées par le droit du travail apparaît alors discutable.

Une préoccupation forte dans le domaine des activités de marché

Dans les activités de marché, certains salaires peuvent être notoirement élevés comme la presse s'en fait parfois l'écho. C'est particulièrement vrai à Londres où les montants versés prennent en compte un coût de la vie (logement, santé, éducation, ...) lui aussi élevé. Cet aspect ne constitue toutefois pas un obstacle pour nombre d'employeurs dès lors que, face à la cyclicité de leurs activités, ils ont l'assurance de pouvoir ajuster rapidement leurs effectifs ; ce facteur apparaît d'ailleurs au centre des réflexions menées par divers établissements dans l'examen de leur choix de localisation. C'est ainsi cet aspect qui a conduit le Land de Hesse, dans la promotion de la Place de Francfort comme alternative à Londres dans le cadre du Brexit, à mener des réflexions sur cette question : « *Il est sûrement possible d'exempter des règles strictes du licenciement ceux qui gagnent beaucoup d'argent* » a ainsi récemment indiqué son ministre des finances, Thomas Schaefer. Un seuil de 300.000 € de salaire annuel serait examiné.

PROPOSITION 16

Intégrer dans les missions fixées par le législateur à l'AMF, le bon financement de l'économie par les marchés.

Un changement de modèle de financement qui impose une revue des priorités

Le modèle de financement européen et français est en cours d'évolution rapide. Historiquement très dépendant du crédit bancaire, il se caractérise désormais par un recours de plus en plus fort aux financements de marché. Même si le financement de l'économie européenne ne dépendra sans doute jamais à 80 % du marché, comme c'est le cas aux États-Unis, ce changement de modèle impose de revoir certaines priorités, notamment en termes d'arbitrage par rapport aux préoccupations historiques de protection de l'épargne. Les conditions dans lesquelles les pouvoirs publics ont encouragé le développement du financement participatif (*crowdfunding*) est un exemple illustratif de la nécessité de cette revue : pour assurer la viabilité économique des acteurs au cœur de ce type de financement, il a été admis de les placer dans un cadre plus souple, y compris en ce qui concerne certaines exigences dont la finalité est d'assurer la protection de l'épargne.

Une autorité de marché qui intègre pleinement cette nouvelle dimension

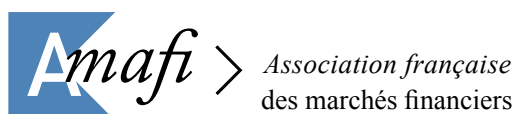
La protection de l'épargne est au cœur des missions de l'Autorité des marchés financiers, et avant elle de la Commission des opérations de bourse. Certes, elle a aussi la charge de veiller au bon fonctionnement des marchés, mais il s'agit d'une mission secondaire, conduite le plus souvent sous le prisme de la protection de l'épargne. L'AMF est bien évidemment consciente des évolutions en cours du modèle de financement, et elle prend en compte ces évolutions dans son action de régulation : elle est d'ailleurs partie prenante des assouplissements consentis aux acteurs du financement participatif. Pour autant, tant que le législateur n'aura pas lui-même reconnu la priorité que constitue le bon financement de l'économie, l'AMF ne pourra accorder à cette priorité toute l'attention qu'elle mérite.

- 1 Même si les classements internationaux qui sont publiés dans différents domaines comportent nécessairement des biais qui peuvent prêter à discussion, ils donnent néanmoins une perspective intéressante, particulièrement en termes d'évolution du positionnement relatif de chaque composante. C'est le cas du classement réalisé deux fois par an par le cabinet Y/Zen au travers du « [Global financial centres index](#) ». Sur dix ans, ce classement met en évidence un net recul de Paris, passé de la 11^{ème} à la 29^{ème} place, d'un niveau inquiétant au regard de la taille de l'économie française, même si depuis deux ans quelques places ont été regagnées. ←(retour au texte)
- 2 V. notamment « [Choix concurrentiels – Guide de KPMG sur les coûts liés au choix d'un pays où exercer ses activités](#) », KPMG, éd. 2016. ←
- 3 Sur les raisons qui ont conduit à supprimer cet impôt, voir l'argumentaire de l'AMAFI : « [Supprimer l'impôt de bourse pour augmenter les recettes fiscales et sociales et accroître l'attractivité de la Place de Paris](#) », AFEI / 07-12, 26 févr. 2007. ←
- 4 L'Autorité des marchés financiers a notamment publié une étude sur cette question : « [Retour d'expérience sur la TTF française](#) », Risques et tendances n° 14, avril 2014, p. 46. V. également « [Taxes sur les transactions financières : Théories, expériences et implémentations](#) », J-E. Colliard et P. Hoffmann, Opinions et débats n° 9, Février 2015, Labex Louis Bachelier. ←
- 5 V. aussi « [Rapport du Groupe de travail « Croissance et fiscalité » constitué par Paris Europlace dans le cadre de Paris 2020](#) », nov. 2014, actualisé en avril 2016, p. 4 et s. ←
- 6 Comme l'a relevé l'ANSA – Association Nationale des Sociétés par Actions dans le dossier « *Actionnariat en France : Agissons d'urgence pour la croissance* » réalisé à l'occasion de la matinée débats qu'elle a organisée le 14 juin 2016, « *En 7 ans, la France a perdu plus de la moitié de ses actionnaires individuels, qui n'étaient plus que 3,3 millions en 2015 contre 7,4 millions en 2008. La part du patrimoine financier des ménages français investie en actions cotées a été divisée par deux entre 2000 et 2014, passant de 8,8 % à 4,2 % en 2014, alors que l'épargne liquide des Français et l'assurance-vie ont progressé de plus de 60 % sur la même période. Le taux de détention des investisseurs non-résidents dans les sociétés cotées françaises atteint 42 % pour l'ensemble des sociétés et 46 % pour les sociétés du CAC 40, ce qui permet de compenser partiellement l'affaiblissement de l'actionnariat résident* ». Cette évolution a été confirmée par l'INSEE dans une étude sur « [La détention d'actifs patrimoniaux début 2015](#) », en indiquant que les « ménages [étaient] toujours plus réticents à détenir des valeurs mobilières ». On note également que 71 % des Français jugent le placement « actions » inintéressant : « [Épargne, retraite : hommes – femmes, mode d'emploi](#) », Le dossier du mois du cercle de l'épargne, septembre 2016. ←
- 7 Sur ce point, voir l'étude de la Banque de France « [La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à la fin de l'année 2015](#) », Bull. BdF n° 207, sept-oct. 2016, p. 5. Si la situation s'est améliorée depuis le pic haut de 2013, les niveaux restent néanmoins élevés, particulièrement préoccupants dans certains secteurs de l'économie. ←
- 8 V. plus notamment la Communication de la Commission européenne : « [Un plan d'action pour la mise en place d'une Union des marchés de capitaux](#) », publiée le 30 septembre 2015. ←
- 9 Sur l'importance que représente la City pour l'économie britannique, v. l'étude du cabinet Oliver Wyman « [The impact of the UK's exit from the EU on the UK-based financial service sector](#) », publiée en septembre 2016. ←
- 10 Particulièrement illustratif de cet enjeu, v. « [Theresa May veut rassurer Wall Street](#) », V. Collen, Les Échos, 21 sept. 2016. ←
- 11 Sur ce point, v. notamment « [EU financial market access after Brexit](#) », K. Lannoo, sept. 2016. ←
- 12 Le « [Baromètre AMAFI 2016 fiscalité de l'épargne](#) » dresse un tableau éclairant de la situation en reprenant le code couleur des feux tricolores (vert / orange / rouge). ←
- 13 La dette publique s'établit à 98,4 % du PIB à la fin du premier semestre 2016 selon l'INSEE. ←
- 14 En intégrant la contribution exceptionnelle sur les hauts revenus de 4 %. ←
- 15 V. dossier ANSA précité. ←

- 16 Détaillé par ailleurs dans le « [Baromètre AMAFI 2016 fiscalité de l'épargne](#) » précité. ←
- 17 Voir les statistiques publiées par la Banque de France concernant [l'émission et la détention de titres](#). ←
- 18 V. « [PEA et PEA-PME – Ouvrir aux financements d'entreprises par le marché DPS et BSA éligibles, mais encadrés, non abusifs](#) » AFG, AFTI, AMAFI, ANSA, FBF, MEDEF, Paris Europlace, 19 mai 2015. ←
- 19 Sur cet aspect, v. aussi « [Fonds de financement de l'économie française – Un enjeu de croissance et de souveraineté pour la France](#) » C. Dagnat et P. Tibi, dans « Financement de l'économie – Une nouvelle donne pour la croissance », Supplément AMAFI - Revue Banque, déc. 2012. ←
- 20 Une note de synthèse du Crédoc « [Une majorité de Français souhaite une réforme progressive de la protection sociale](#) » (N. Guisse, S. Hoibian, J. Müller) montre la forte montée des préoccupations concernant le financement des retraites en 20 ans, avec une accélération forte depuis 2008. 72 % des Français estiment ainsi que leur retraite sera insuffisante : « [Un autre regard sur l'enquête 2016 du cercle de l'épargne](#) », Le dossier du mois du Cercle de l'épargne, juin 2016. ←
- 21 V. sur ce point le « [Baromètre AMAFI 2016 fiscalité de l'épargne](#) » précité. ←
- 22 Pour une illustration, on renvoie à l'annexe B-13 – Un caléidoscope complexe des régimes de retraite supplémentaire, figurant dans « [Fiscalité de l'épargne – Mission de Mme Berger et de M. Lefebvre – Propositions de l'AMAFI](#) », publiée en décembre 2012 par l'AMAFI. ←
- 23 V. également sur ce point le « [Baromètre AMAFI 2016 fiscalité de l'épargne](#) » précité. ←
- 24 Pour une analyse globale, v. « [Les différentes composantes de l'assurance vie et leur évolution](#) », ACPR, Analyses et Synthèses, n° 65, mai 2016. ←
- 25 Sur cet aspect, v. les développements sur les enjeux de l'innovation et du financement du capital risque dans le livre « [Plus de Marché pour plus d'Etat !](#) », F. Kramarz et P. Tibi, Editions Revue Banque - Eyrolles. ←
- 26 V « [Rapport d'information au nom de la Commission des finances du Sénat sur l'impôt de solidarité sur la fortune](#) », P. Marini, Sénat, n° 351, 16 juin 2004. V. également « [Rapport du Groupe de travail « Croissance et fiscalité » constitué par Paris Europlace dans le cadre de Paris 2020](#) » précité qui observe qu'à « *tout le moins devrait-on remédier à l'anomalie majeure de l'ISF qui est de fixer un barème sans aucun lien avec le rendement du capital. C'est ainsi que le taux marginal maximum de 1,5 % de l'ISF, qui correspondait à peu près à 10 % du rendement de l'OAT à 10 ans lors de l'institution de cet impôt, représente aujourd'hui, compte tenu de l'effondrement des taux d'intérêt, plus de 100 % de ce rendement* », ainsi que l'annexe 9 de ce même rapport. ←
- 27 Sur le seul plan de l'ISF, sans prendre en compte les effets induits en termes d'IR, de taxe d'habitation et de TVA, il a été souligné que « *Mesurer le coût de l'expatriation est certes une tâche délicate. Néanmoins, le dernier rapport de 2015 de la Direction générale des finances publiques (DGFiP) fait état, sur la période 2002/2012, de 27,5 milliard d'euros qui ont quitté le pays. Sur 30 ans, date l'instauration de l'ISF, ce sont plus de 82,5 milliards d'euros qui ont ainsi quitté la France* » : « [Proposition de loi visant à supprimer l'impôt de solidarité sur la fortune](#) », AN n° 3768, 18 mai 2016, exposé des motifs. ←
- 28 Plusieurs règles fiscales illustrent ce biais comme par exemple : la déduction fiscale autorisée, sous certaines limitations, pour les intérêts d'emprunt qui rémunèrent les dettes d'entreprises (effet de levier) alors que les dividendes rémunérant leurs fonds propres ne le sont pas ; l'imposition des flux internationaux à la source plus lourde et complexe sur les dividendes que sur les intérêts ; la frontière juridique entre dettes et capitaux propres qui varie d'un pays à l'autre et favorise la création d'entités ou l'émission d'instruments financiers hybrides, source éventuelle de double non-imposition ou de double taxation en fiscalité internationale ... Sur ces questions, on renvoie à l'étude intégrée dans le « [Baromètre fiscal AMAFI 2016](#) » précité. ←
- 29 V. également sur ce point le « [Baromètre AMAFI 2016 fiscalité de l'épargne](#) » précité. ←
- 30 En 1996, le taux moyen d'IS en Europe était de 35 % alors que le taux français était de 36,7 %, soit un écart limité à 1,7 %. Sept ans plus tard, en 2003, le taux moyen européen passait sous la barre des 28 % alors que le taux français était encore à 35,4 % portant l'écart de taux à 7,4 %. Plus récemment, en 2015, l'écart avait atteint son maximum pour atteindre 15,2 % avec un taux d'IS à 38 % en France là où la moyenne européenne ressortait à 22,8 %. ←

- 31 V. « [Taxation trends in the European Union – Data for the EU Member States, Iceland and Norway](#) », Commission européenne, Eurostat, 2015 edition, p. 144-145. ←
- 32 Et cela après la publication d'une étude en 2010 examinant les avantages et inconvénients d'une TTF d'une part, d'une taxe sur les activités financières d'autre part qui concluait que « *la TTF est un instrument qui se prête mieux à la levée de recettes au niveau mondial. La difficulté consiste à mettre au point un système de taxe mondiale sur les transactions financières qui génère des recettes suffisantes tout en réduisant au minimum les effets négatifs sur l'économie. La Commission soutiendra une analyse plus approfondie et la mise au point de la TTF et de ses variantes dans le cadre du G-20, et oeuvrera à la promotion d'un accord avec les principaux partenaires internationaux. Il ressort des analyses effectuées à ce jour que la TTF se prête moins à une introduction unilatérale à l'échelle de l'Union, car les risques de délocalisation sont importants et compromettraient le potentiel de recettes de la taxe* » : « [Communication sur la taxation du secteur financier](#) », Commission européenne, COM(2010) 549 final. ←
- 33 Un exemple de ces inconvénients et la très grande complexité du projet que l'on peut mesurer au travers du guide publié par l'AMAFI et actualisé régulièrement en ce qui concerne la TTF française, beaucoup plus simple : « [Taxe sur les transactions financières France – Guide d'appréciation du dispositif mis en place par la LFR 2012](#) », AMAFI / 16-06, 25 janvier 2016. ←
- 34 Outre les travaux déjà cités (v. note n° 4), il faut rappeler que la Suède avait mis en place une TTF en 1985 qui a été supprimée en 1991, son application s'étant traduite par un effondrement des volumes traités dans le pays au profit d'opérations réalisées à Londres : « [Securities transaction taxes and financial markets](#) » K. Habermeier et A. Kirilenko, *IMF Staff Papers*, Vol. 50 special issue, 2003. Plus récemment, la Banque centrale européenne a mené une étude sur les effets de la TTF italienne, dont l'une des caractéristiques est de porter également sur les dérivés actions, montrant qu'elle avait induit un élargissement de la fourchette acheteur-vendeur et un accroissement de la volatilité : « [The stock market effects of a securities transaction tax : quasi-experimental evidence from Italy](#) », *European Central Bank, Working paper series*, n° 1949, August 2016. ←
- 35 V. « [Tenue de marché – Un enjeu pour des marchés efficaces au service du financement de l'économie](#) », AMAFI / 15-03, 6 janvier 2015. ←
- 36 V. « [Taxe sur les transactions financières européenne – Illustration des effets négatifs de son application aux opérations de couverture](#) », AMAFI / 15-53, 17 novembre 2015. ←
- 37 V. « [La finance américaine – Grande gagnante de la crise ?](#) », Supplément AMAFI - Revue Banque, juin 2016. ←

L'AMAFI, Association française des marchés financiers, est l'association professionnelle qui représente aux niveaux national, européen et international, les acteurs des marchés financiers établis en France. Elle regroupe 140 adhérents, majoritairement des intermédiaires financiers, banques, infrastructures de marché et de post-marché, mais aussi des cabinets d'avocats et de conseil, qui partagent le souci commun du fonctionnement efficace des marchés financiers, au service du financement de l'économie et de l'allocation de l'épargne.



LES PROFESSIONNELS DE LA BOURSE ET DE LA FINANCE

13 rue Auber - 75009 Paris

Tél. : 01 53 83 00 70

email : info@amafi.fr

 [@amafi_fr](https://twitter.com/amafi_fr)

www.amafi.fr