

GESTION D'ACTIFS :
RENFORCER LA
COMPÉTITIVITÉ
DE LA PLACE
DE PARIS

J U I N 2 0 1 9

LIVRE BLANC



Sommaire

Les 40 propositions de l'AFG	3
Préambule	6
Les ambitions précédemment affichées de la Place de Paris	8
I. Le Rapport FROG de l'AMF et de l'AFG (octobre 2016)	8
II. Le livre blanc de l'AFG sur la compétitivité de la Place de Paris (novembre 2016)	14
De nouvelles ambitions pour la Place de Paris	22
I. Accompagner l'innovation	22
I. 1 État des lieux	22
1. 1.1 L'écosystème français : les acteurs clés	22
1. 1.2 Le cadre réglementaire français incitatif : les aides à l'innovation	24
I. 2 Comment permettre le développement de la gestion d'actifs numériques ?	27

II. Moderniser les infrastructures de marché	31
II. 1 Fluidifier les opérations de souscription-rachat sur les parts d'OPC	31
II. 1.1 Promouvoir un modèle de KYC de Place pour les investisseurs non professionnels	31
II. 1.2 Approfondir la connaissance du passif et moderniser la relation client	32
II. 2 Promouvoir de nouveaux schémas opérationnels de Place	37
II. 2.1 Réfléchir à l'émergence de nouveaux acteurs pour les opérations financières soumises à compensation	37
II. 2.2 Les données, le pétrole de l'industrie financière ?	39
II. 3 Faciliter la croissance des PME et ETI	42
II. 3.1 Créer les conditions de développement du nombre de licornes en France	42
II. 3.2 Créer les conditions de développement du nombre de PME et ETI cotées en France	43
III Revoir le cadre juridique et réglementaire	50
III. 1 Créer de nouveaux fondements de la régulation	50
III. 1.1 Les conditions d'élaboration	50
III. 1.2 Les principes d'élaboration	53
III. 1.3 Le contrôle	57
III. 2 Revoir de manière concrète la régulation	57
III. 2.1 Le statut des sociétés de gestion	58
III. 2.2 Le statut des produits	59
III. 2.3 Les règles de gestion	59
III. 3 Le contexte exceptionnel du Brexit	61
III. 3.1 Les actions menées par l'AFG	62
III. 3.2 Les actions menées par les autorités françaises	63
III. 3.3 Les propositions de l'AFG pour la période de l'après-Brexit	64
IV Réformer le cadre fiscal et comptable	65
IV. 1 Rendre la fiscalité française plus attractive	65
IV. 2 Améliorer la compétitivité comptable	67
Annexes	69
Annexe 1 / L'écosystème français : les acteurs clés	70
Annexe 2 / Le cadre réglementaire français incitatif : les aides à l'innovation	72
Annexe 3 / Réglementation boursière applicable sur Euronext et Euronext Growth (au 21 juillet 2018)	75

Les 40 propositions de l'AFG

I. Accompagner l'innovation

- 1 Recommander la création au plus vite d'une réglementation européenne pour encadrer les activités sur actifs numériques assimilables à des instruments financiers

II. Moderniser les infrastructures de marché

II. 1 Fluidifier les opérations de souscription-rachat sur les parts d'OPC

- 2 Promouvoir un modèle de Place standardisé de données d'investisseurs non professionnels (le KYC) utile à l'ensemble des acteurs du secteur financier
- 3 Assurer une correspondance entre les codes BIC/BIC1 et les codes LEI
- 4 Favoriser la pratique des informations dématérialisées, entre les sociétés de gestion et leurs investisseurs, en élargissant notamment l'utilisation des courriers électroniques
- 5 Dans le cadre du développement des services reposant sur la *Blockchain* en France et en Europe, promouvoir l'interopérabilité entre les différents acteurs liés à la collecte des ordres de souscription / rachat de parts d'OPC

II. 2 Promouvoir de nouveaux schémas opérationnels de Place

- 6 Initier une réflexion de Place sur l'opportunité de déployer une nouvelle chambre de compensation (CCP) basée en zone euro fournissant des services de compensation centrale sur les IRS et éventuellement sur d'autres produits connexes
- 7 Promouvoir la mise en place d'une régulation européenne plus stricte des fournisseurs d'indices et de données ainsi que des agences de notation
- 8 Soutenir les alternatives à la prédominance des fournisseurs d'indices et de données : indice construit par les sociétés de gestion, mise à disposition par l'AMF d'un socle de données, création d'un référentiel de Place

II. 3 Faciliter la croissance des PME et ETI

- 9 Favoriser le développement de fonds "d'accélération" par la mobilisation des parties prenantes (investisseurs institutionnels et individuels, autorités publiques et normalisateurs comptables)
- 10 Faciliter l'accès aux marchés financiers pour les entreprises de taille moyenne en augmentant de manière significative le seuil de capitalisation boursière prévu dans la directive MIF II
- 11 Modifier les règles de la directive MIF II qui impactent le financement de la recherche en appliquant pour les PME et les sociétés de gestion de petite taille le principe de proportionnalité au régime des "*inducements*"
- 12 Avoir la possibilité de demander des rescrits accélérés quand des questions de comptabilité fiscale se posent

III. Revoir le cadre juridique et réglementaire

III. 1 Créer de nouveaux fondements de la régulation

- 13 Concevoir dès l'origine de la réflexion l'innovation juridique sous tous ses aspects : réglementaires, comptables, fiscaux...
- 14 Renforcer la coordination entre les administrations concernées afin d'assurer une cohérence des textes
- 15 Bénéficier d'une meilleure considération de l'industrie française de la gestion par les dirigeants politiques français
- 16 Obtenir une prise en compte par les autorités européennes et françaises des impératifs de compétitivité, de réciprocité et de sécurité pour les investisseurs européens
- 17 Développer les missions de l'AMF et du Trésor afin d'y intégrer celles relatives au financement de l'économie et à la compétitivité ainsi que l'analyse des conséquences stratégiques des évolutions réglementaires
- 18 Harmoniser les textes régissant les placements réglementés d'investisseurs institutionnels : assureurs, caisses de retraite, AGIRC/ARRCO...
- 19 Retenir, dans tous les cas, l'interprétation la plus favorable de la réglementation européenne
- 20 Appeler systématiquement le principe de proportionnalité dès lors qu'il est applicable dans l'élaboration et l'interprétation de nouvelles réglementations nationales ou européennes
- 21 Mettre en place une réglementation plus souple permettant un élargissement des actifs éligibles concernant la gestion pour compte de tiers
- 22 Ne pas cantonner l'investisseur "grand public" à des placements réputés ou jugés très sécurisés
- 23 Anonymiser plus souvent les décisions de la Commission des sanctions en fonction de la nature et gravité des infractions

III. 2 Revoir de manière concrète la régulation

- 24 Surmonter les blocages réglementaires en matière de rapprochement et de mutualisation de moyens des sociétés de gestion
- 25 Harmoniser au niveau européen les conditions de création des sociétés de gestion
- 26 Créer un statut de SICAV européenne
- 27 Créer une nouvelle classe d'OPC "tout public", non coordonnés à vocation de long terme
- 28 Assouplir les règles de périodicité de calcul et de publication des valeurs liquidatives (VL) des FIA
- 29 Assouplir certaines règles de gestion financière : les ratios d'emprise des investisseurs, les interventions sur les marchés de matières premières, l'investissement des OPCVM dans les FIA, les conditions de cession temporaire de titres, le principe du respect à tout moment des ratios, l'investissement dans les instruments financiers "delta one"

III. 3 Le contexte exceptionnel du Brexit

- 30 Promouvoir la convergence des pratiques entre superviseurs européens, en partenariat avec l'AMF, sur les relocalisations, pour éviter le moins-disant réglementaire nuisible à la crédibilité de l'Union européenne

- 31 Promouvoir le principe de réciprocité et de protection des investisseurs européens dans les conditions d'accès des sociétés de gestion et fonds britanniques aux marchés français et européens

IV. Réformer le cadre fiscal et comptable

IV. 1 Rendre la fiscalité française plus attractive

- 32 Poursuivre la baisse de la taxe sur les salaires
- 33 Abandonner de manière définitive le projet européen de taxe sur les transactions financières (TTF)
- 34 Maintenir une stabilité fiscale, pour une meilleure sécurité fiscale, indispensable à l'attractivité de la France en ne remettant pas en cause les réformes fiscales récentes, et ne pas aggraver la fiscalité des placements financiers
- 35 Permettre aux sociétés de gestion de portefeuille de bénéficier plus largement du crédit d'impôt recherche (CIR)
- 36 Améliorer la fiscalité applicable aux revenus perçus par les OPC français
- 37 Permettre aux SPPICAV de ventiler leurs dividendes entre revenus de source française et revenus de source étrangère
- 38 Préciser par voie législative ou à défaut dans le BOFIP-Impôts la situation des organismes de financement (OF) au regard de la TVA sur leur gestion, de la contribution sociale de solidarité des sociétés (C3S) et de la contribution économique territoriale (CET)

IV. 2 Améliorer la compétitivité comptable

- 39 Moderniser le plan comptable des OPC
- 40 Permettre à l'Union européenne d'amender les normes IFRS élaborées par l'IASB et ainsi ne plus devoir les adopter en l'état ou les rejeter

Préambule

La compétitivité de l'économie française est au cœur des discussions des responsables politiques et économiques français depuis un certain nombre d'années. Pour juger de l'importance de ce sujet, il suffit de se rappeler les deux éditions du sommet sur l'attractivité (sommet baptisé "Choose France") organisées par le Président Emmanuel Macron au château de Versailles, en janvier 2018 et 2019, qui ont réuni à chaque fois plus d'une centaine de dirigeants d'entreprises étrangères, et dont l'objectif était de promouvoir l'image de la France et de rassurer les investisseurs étrangers.

Pour autant la France n'est pas si mal placée au niveau mondial. Le Forum économique mondial a publié en octobre 2018 son étude annuelle sur la compétitivité mondiale "The Global Competitiveness Report 2018", classant la France parmi les vingt premiers pays.

Le Forum économique mondial, pour mener à bien son étude, a eu recours à 98 indicateurs répartis selon quatre grandes thématiques : environnement favorable (dont les institutions et la stabilité économique), le capital humain (comprenant la santé et les compétences), le marché (notamment sa taille ou encore le marché du travail) et l'écosystème innovant.

La France se hisse au 17^e rang de l'indice de compétitivité mondiale avec un score de 78 grâce à la qualité de son système de santé (7^e), la taille de son marché (9^e), ses infrastructures (8^e) et sa capacité d'innovation (11^e).

Or, un pays compétitif est également un pays attractif. Selon le "Bilan 2018 des investissements internationaux en France" de Business France publié en avril 2019, l'attractivité de la France s'est encore améliorée : en 2018, il y a eu 1 323 projets d'investissement étrangers en France, contre 1 298 projets en 2017, année constituant déjà un record, permettant ainsi la création ou le maintien de plus de 30 300 emplois.

Le secteur financier, et plus particulièrement la gestion d'actifs, contribue à la compétitivité de la France. Pour rendre la France plus compétitive, le secteur financier doit être lui-même plus compétitif. À ce titre, la gestion d'actifs a un rôle clé en tant qu'activité au carrefour des circuits financiers constitués d'un côté par les investisseurs à la recherche de rendement ainsi que de solutions d'épargne, et de l'autre, par les entreprises à la recherche de financement.

Aujourd'hui, en Europe (hors Royaume-Uni) la part de marché de la gestion française pour compte de tiers est estimée à 27 %, avec un montant de 4 000 milliards d'euros d'actifs et occupe la première place. Elle est également source de plus de 85 000 emplois dont 26 000 propres aux sociétés de gestion¹.

À l'heure où se met en place l'Union des marchés de capitaux (UMC) en Europe et alors que le *Brexit* devient incertain, ces atouts sont autant d'avantages compétitifs.

L'AFG affiche, depuis les publications en 2016 du Rapport FROG et de son livre blanc sur la compétitivité de la Place de Paris, des objectifs clairs :

- promouvoir la France comme première Place de gestion de l'Union européenne,
- favoriser la compétitivité de l'industrie française afin qu'elle demeure le moteur de la croissance durable et de l'emploi en France, et attire plus facilement les capitaux nécessaires à son développement,
- améliorer le fonctionnement du marché unique des services financiers, grâce à une réglementation et une surveillance solides, efficaces et cohérentes.

Afin de donner un nouvel élan à l'industrie française de la gestion d'actifs, Eric Pinon, Président de l'Association Française de la Gestion financière (AFG), a confié à Jean-Pierre Grimaud, Directeur

⁽¹⁾ Source : "Panorama du marché français de la gestion pour compte de tiers", publication du service Études économiques de l'AFG d'avril 2019.

général d'OFI Asset Management et membre du Comité stratégique de l'AFG, la mission de rédiger un livre blanc sur la compétitivité visant à faire émerger des propositions claires, concrètes et ambitieuses.

Ce Livre blanc de l'AFG, s'appuyant sur les précédentes propositions issues du Rapport FROG et du livre blanc sur la compétitivité de la Place de Paris de 2016, adopte une approche innovante en abordant les réformes nécessaires au développement de la compétitivité de la Place de Paris sous différents angles et en intégrant différents acteurs de l'écosystème de la gestion d'actifs en France et à l'international.

Il en résulte un rapport dense préconisant **40 mesures** réparties selon quatre grands axes :

- **Accompagner l'innovation** afin que la France devienne la référence en matière de gestion d'actifs numériques . En effet, l'innovation ne se décrète pas, mais elle peut en revanche être encouragée par un environnement stimulant.
- **Moderniser les infrastructures de marché** afin que l'écosystème entourant les acteurs de la gestion d'actifs soit plus dynamique et inventif. Dans ce cadre, l'AFG souhaite fluidifier les opérations de souscription-rachat sur les parts d'OPC, promouvoir de nouveaux schémas opérationnels de Place et faciliter la croissance des PME et ETI.
- **Revoir le cadre juridique et réglementaire**, aux niveaux national, européen et international, afin de faciliter les activités des acteurs français de la gestion d'actifs et d'améliorer leur compétitivité. Les propositions formulées dans le livre blanc ont pour objectifs de créer de nouveaux fondements de la régulation, de revoir certains aspects de la réglementation actuelle entravant le développement des activités des acteurs français de la gestion d'actifs et de fixer un cadre de régulation pour la période *post-Brexit*.
- **Réformer le cadre fiscal et comptable actuel** afin de poursuivre les initiatives déjà entreprises qui permettront d'accroître l'attractivité de la France.

L'ensemble de ces 40 propositions représentent des enjeux ainsi que des degrés de faisabilité et de rapidité différents. L'AFG souhaite lancer immédiatement une nouvelle dynamique pour la Place de Paris et a sélectionné 7 propositions qui pourraient être réalisées très rapidement, permettant par ailleurs d'agir sur les 4 grands axes présentés ci-dessus :

1. Recommander la création au plus vite d'une réglementation européenne pour encadrer les activités sur actifs numériques assimilables à des instruments financiers
2. Promouvoir un modèle de Place standardisé de données d'investisseurs non professionnels (le KYC) utile à l'ensemble des acteurs du secteur financier
3. Dans le cadre du développement des services reposant sur la *Blockchain* en France et en Europe, promouvoir l'interopérabilité entre les différents acteurs liés à la collecte des ordres de souscription/rachat de parts d'OPC
4. Favoriser le développement de fonds "d'accélération" par la mobilisation des parties prenantes (investisseurs institutionnels et individuels, autorités publiques et normalisateurs comptables)
5. Modifier les règles de la directive MIF II qui impactent le financement de la recherche en appliquant pour les PME et les sociétés de gestion de petite taille le principe de proportionnalité au régime des "*inducements*"
6. Améliorer la fiscalité applicable aux revenus perçus par les OPC français
7. Moderniser le plan comptable des OPC

Éric Pinon, Président de l'AFG

Jean-Pierre Grimaud, sponsor de la Mission Compétitivité de l'AFG

Les ambitions précédemment affichées de la Place de Paris

L'année 2016 a été une année de promotion importante de la Place de Paris. En effet, l'AFG, seule ou en partenariat avec l'AMF, s'est mobilisée fortement pour accroître la compétitivité de la gestion française ainsi que la visibilité et la distribution des fonds français à l'étranger.

En effet, attirer l'épargne internationale en France permet d'irriguer le tissu économique national et donc de répondre, d'une part, au défi d'une économie française plus dynamique, permettant notamment d'amplifier l'innovation et la création d'emplois à haute valeur ajoutée et d'autre part, d'affronter dans de bien meilleures conditions la concurrence étrangère, notamment celles du Luxembourg et de l'Irlande.

Les deux rapports ci-après, publiés par l'AFG en 2016, ont visé à répondre à ces objectifs selon des horizons différents :

- un horizon proche avec le Rapport FROG de l'AMF et de l'AFG d'octobre 2016 ;
- un horizon à plus long terme avec le livre blanc de l'AFG sur la compétitivité de la Place de Paris de novembre 2016.

I. Le Rapport FROG de l'AMF et de l'AFG (octobre 2016)

En février 2016, l'AMF et l'AFG ont lancé FROG (*French Routes and Opportunities Garden*), un groupe de Place sous la présidence de Didier Le Menestrel (Président de la Mission Compétitivité de l'AFG et dirigeant de la société de gestion La Financière de l'Echiquier) dont l'objectif était de renforcer le positionnement de la gestion française à l'international et de lui permettre de bénéficier des meilleurs outils de distribution.

Ce groupe de Place était composé d'un comité faîtière et de trois sous-groupes de travail pilotés par les services de l'AMF et de l'AFG, avec la participation d'un panel d'acteurs représentant l'écosystème de la gestion d'actifs :

- le premier sous-groupe de travail, intitulé "*FROG Technology*", avait vocation à traiter des questions techniques relatives aux canaux de distribution (souscriptions/rachats) des parts de fonds ;
- le deuxième sous-groupe de travail, intitulé "*FROG Expertise*", avait vocation à traiter des sujets relatifs aux structures juridiques de fonds, des règles en matière de pratiques commerciales et de la communication des informations relatives aux fonds ;
- le troisième sous-groupe de travail, intitulé "*FROG Communication*", devait examiner les besoins pour une communication offensive de Place.

À l'issue d'une série de réunions tenues au premier semestre 2016, un rapport a été publié le 27 octobre 2016, intitulé "*FROG French Routes and Opportunities Garden, 7 raisons de + de passer par Paris*" proposant **sept mesures concrètes** (le "*Rapport FROG*") :

1. Choisir parmi un catalogue complet et unique de solutions en matière de souscription/rachat de fonds ;
2. Bénéficier d'une charte dédiée aux fonds d'investissement en matière de gouvernance ;

3. Développer ses activités en disposant de possibilités élargies en matière de délégation ;
4. Disposer de règles adaptées dans la communication des frais de gestion ;
5. Gérer de la meilleure façon sa stratégie d'investissement, en ligne avec les conditions de marché et dans le meilleur intérêt des porteurs grâce à une palette étoffée d'outils de gestion de la liquidité ;
6. Offrir de nouvelles possibilités en matière de pré-commercialisation ;
7. Décider de l'absence ou de l'usage de la classification de fonds.

1^{ère} mesure Choisir parmi un catalogue complet et unique de solutions en matière de souscription/rachat de fonds

Le modèle français de “souscription/rachat intermédié, très avancé d'un point de vue technologique”, pouvait être perçu comme plus contraignant en raison de la nécessité de passer par un teneur de compte-conservateur (TCC) participant direct ou indirect au système ESES France pour transmettre ses ordres. Si le système intermédié était utilisé dans un schéma de distribution domestique des fonds, il n'en était pas de même en cas de distribution à l'international des fonds où les investisseurs ne maîtrisaient pas ce système.

En effet, lors des travaux FROG, il a été constaté que le système de “Transfer Agent” (TA) s'était « considérablement développé dans la distribution internationale des fonds d'investissement, compte tenu principalement de la demande des investisseurs internationaux en quête de simplicité ».

Le Rapport FROG a proposé plusieurs axes d'innovation :

a) Permettre à un investisseur étranger d'investir via un intermédiaire (“l'intermédiaire inscrit”) sans ouvrir un compte en France, grâce à l'extension du régime de “l'intermédiaire inscrit” aux fonds d'investissement.



Ce sera chose faite, en décembre 2016, avec la modification de l'article L. 211-4 du Code monétaire et financier par la loi relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique² (dite loi Sapin 2) et la publication en mai 2017 du décret d'application³. Il est à constater aujourd'hui que ce nouveau dispositif réglementaire relatif à l'intermédiaire inscrit et à la procédure d'identification des porteurs de parts/actionnaires d'OPC français qui lui est associée, bien que reconnu comme efficace, semble encore peu utilisé.

Les raisons principales en sont les suivantes :

- soit la société de gestion n'a pas d'investisseurs étrangers ayant eu recours à des intermédiaires inscrits pour souscrire dans ses OPC de droit français ou bien elle n'en a pas connaissance ;
- soit la procédure d'identification du propriétaire des titres prévue par la réglementation n'a pas encore été utilisée.

b) Le développement d'une offre commerciale de TA proposée par les déposataires français⁴.



Des déposataires français ont été conviés par l'AFG afin de présenter leur nouvelle offre commerciale de *transfert agent*.

⁽²⁾ La loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique a été publiée au JORF du 10 décembre 2016.

⁽³⁾ Le décret n° 2017-973 du 9 mai 2017 relatif à l'intermédiaire inscrit a été publié au JORF du 11 mai 2017.

⁽⁴⁾ Des déposataires français ont été conviés par l'AFG afin de présenter leur nouvelle offre commerciale de *transfert agent*.

c) La création d'une formation pour les professionnels de la gestion portant sur les modes de souscription / rachat de parts de fonds.



Cette nouvelle formation, créée par l'AFG, l'AFTI et le cabinet A2 Consulting, a été inscrite au catalogue d'AFG Formation début 2018.

d) La cotation des fonds à la valeur liquidative sur le SMN (Système Multilatéral de Négociation) "Euronext Access" (anciennement le Marché Libre) ou sur le segment du marché réglementé d'Euronext "Euronext Paris".



Cette offre de cotation de fonds lancée par Euronext en mai 2017 n'a pas encore rencontré son marché : en février 2019, une dizaine de sociétés ont eu recours à la plateforme d'Euronext pour coter leurs fonds⁵.

L'une des raisons de cette absence de franc succès de l'offre d'Euronext tient au fait que les *brokers*, également actifs sur la bourse d'Amsterdam, refusent de s'ouvrir aux fonds cotés à Paris. En cause, l'absence de compensation des transactions par une chambre de compensation, contrairement à Amsterdam où LCH SA assure la compensation des transactions en tant que chambre de compensation.

En effet, l'absence de chambre de compensation entraîne pour ces *brokers* les difficultés suivantes :

- une augmentation des frais de règlement-livraison en raison d'une absence de *netting* de transaction opéré par la chambre de compensation ;
- la nécessité de connaître les identifiants Euroclear des Agents Centralisateurs pour chacun des fonds cotés ;
- l'envoi de l'instruction de règlement-livraison manuellement pour chacune des transactions, sans pouvoir bénéficier de l'automatisation des dénouements opérée par la chambre de compensation.

Il semble donc aujourd'hui que la redynamisation de l'offre parisienne d'Euronext nécessite une harmonisation complète avec le modèle utilisé à Amsterdam, sans pour autant impacter les sociétés de gestion ainsi que leurs centralisateurs, par l'intervention de LCH SA ainsi que d'un intermédiaire mandaté et rémunéré par Euronext qui se placerait en contrepartie du *broker* pour une transaction compensée et face à l'agent centralisateur pour matérialiser les souscriptions-rachats correspondants.

2^{nde} mesure ➤ **Bénéficiaire d'une charte dédiée aux fonds d'investissement en matière de gouvernance**

« La gouvernance est un élément clé de la compétitivité des fonds d'investissement français sur la scène internationale. » Or, il ressortait que les investisseurs étrangers étaient dans l'ensemble attachés aux comités consultatifs d'investisseurs et aux conseils d'administration permettant de veiller au respect des intérêts des investisseurs et de contrôler l'activité de la société de gestion. Par ailleurs, si le FCP de droit français, fonds commun de placement qui est une copropriété d'instruments financiers et de dépôts, qui n'a pas la personnalité morale, était peu connu des investisseurs étrangers (ce qui est encore le cas aujourd'hui), il n'en était pas de même pour la SICAV de droit français qui revêt la forme de société commerciale et est ainsi dotée de la personnalité morale.

⁽⁵⁾ Seulement 100 parts de fonds étaient cotées à Paris en février 2019.

Le Rapport FROG a proposé deux axes d'innovation :

a) La transformation d'un FCP en SICAV tout en conservant l'historique de performance et le code ISIN du FCP.



Grâce au travail commun de l'AFG et d'Euroclear, il a été rendu possible pour une SICAV absorbante de récupérer le code ISIN du FCP absorbé. Par ailleurs, en mars 2017, l'AMF a modifié sa Position-Recommandation n° 2011-05 afin de permettre l'utilisation des performances passées dès lors que l'évolution de statut juridique ne s'accompagne pas d'une modification de l'objectif de gestion et de la politique d'investissement.

b) La publication par l'AFG d'une charte de gouvernance pour les SICAV afin de promouvoir certaines bonnes pratiques et améliorer la qualité de la gouvernance des SICAV de droit français, permettant la mise en place d'un cadre solide et protecteur des intérêts des investisseurs.



L'AFG a publié cette charte de gouvernance en mars 2017.

3^e mesure

Développer ses activités en disposant de possibilités élargies en matière de délégation

Lors des travaux FROG, la réglementation française était très stricte au sujet de la délégation de la gestion financière d'un OPC puisqu'elle exigeait que la société délégataire soit agréée pour l'activité de gestion collective, sauf dans le cas particulier des FIA ouverts à des investisseurs professionnels gérés par une société de gestion de portefeuille agréée au titre de la directive AIFM. De plus, le délégant devait mettre en place des mesures permettant de contrôler effectivement et à tout moment l'activité du délégataire et conserver les ressources et l'expertise nécessaires pour assurer un contrôle effectif.

Le Rapport FROG a proposé en conséquence deux axes d'innovation :

a) Permettre aux sociétés de gestion françaises de déléguer la gestion financière de leurs OPC, non seulement aux sociétés de gestion de portefeuille agréées pour gérer des FIA et des OPCVM, mais également aux autres entités agréées pour fournir le service de gestion de portefeuille au sens de la directive "Marché d'instruments financiers" (MIF).

b) Autoriser les sociétés de gestion à déléguer toute gestion financière dès lors qu'elles maintiendraient en interne les fonctions essentielles de contrôle des risques.



Ces deux propositions ont été intégrées dans la réglementation française en mars 2017 avec la modification du Règlement général de l'AMF, de la Position-Recommandation n° 2012-19 et d'un certain nombre d'Instructions "produits"⁶ de l'AMF.

4^e mesure

Disposer de règles adaptées dans la communication des frais de gestion

Au moment des travaux FROG, il était généralement constaté que les sociétés de gestion françaises affichaient dans le prospectus un taux unique de frais de gestion facturés à l'OPCVM regroupant les frais de gestion correspondant à la rémunération de la société de gestion au titre de la gestion financière et aux frais externes (frais de commissaires aux comptes, frais de dépositaire, etc.), alors que la réglementation applicable aux OPCVM français permettait une ventilation de ces frais. En conséquence, les frais de gestion rémunérant la gestion financière exercée par une société de gestion d'OPCVM français pouvaient sembler, à tort, plus élevés que ceux prélevés pour des OPCVM d'autres pays de l'Union européenne.

⁽⁶⁾ Instructions AMF n° 2011-19, 2011-20, 2011-21, 2011-22, 2011-23 et 2012-06.

Le Rapport FROG a proposé, en conséquence, la possibilité de séparer les frais de gestion des frais administratifs, en ligne avec les pratiques à l'international, afin de permettre une meilleure comparabilité des fonds français sur les plateformes internationales.



Cette proposition s'est traduite, dès novembre 2016, par une modification de la Position-Recommandation n° 2011-05 de l'AMF ainsi que des Instructions "produits" de l'AMF⁷.

5^e mesure

Gérer de la meilleure façon sa stratégie d'investissement, en ligne avec les conditions de marché et dans le meilleur intérêt des porteurs grâce à une palette étoffée d'outils de gestion de la liquidité

Lors des travaux FROG, la gestion du risque de liquidité était reconnue comme un élément de compétitivité des fonds dits "ouverts" proposant des dates de rachat très fréquentes (quotidiennes ou hebdomadaires).

En cas de matérialisation du risque de liquidité, un fonds d'investissement pouvait être contraint de vendre ses actifs immédiatement, dans des conditions défavorables, ou seulement la portion liquide de ses actifs, conduisant à déformer le portefeuille au regard de la stratégie d'investissement poursuivie (tant du point de vue de sa liquidité moyenne que de sa composition et du risque associé).

Le Rapport FROG a proposé, en conséquence, un plafonnement des rachats en cas de circonstances exceptionnelles permettant aux sociétés de gestion de gérer au mieux la liquidité de leurs OPC dans l'intérêt des investisseurs.



Cette proposition a été reprise dans la loi Sapin 2 qui a modifié le Code monétaire et financier⁸, permettant d'étendre la possibilité de plafonnement à titre provisoire des demandes de rachat à tous les OPC, en cas de circonstances exceptionnelles et si l'intérêt des actionnaires/porteurs de parts ou du public le commande.

Par la suite, les modalités pratiques du mécanisme de plafonnement des rachats ont été insérées dans le Règlement général de l'AMF en mars 2017⁹ et précisées dans le cadre d'une nouvelle Instruction AMF (Instruction AMF n° 2017-05 relative aux modalités de mise en place des mécanismes de plafonnement des rachats ou "gates"). L'AMF a également modifié sa doctrine existante afin d'intégrer les conditions et modalités de mise en place du mécanisme de plafonnement de rachat : Position-Recommandation n° 2011-05 et certaines instructions "produits" de l'AMF¹⁰.

6^e mesure

Offrir de nouvelles possibilités en matière de pré-commercialisation

Avant le lancement de leurs OPC, certains gestionnaires souhaitent pouvoir échanger avec des investisseurs potentiels « afin d'estimer le niveau d'intérêt qui serait porté à leur fonds d'investissement lors de leur phase d'amorçage ». Or, au moment des travaux FROG, ceux-ci devaient respecter un certain nombre de règles liées à l'acte de commercialisation.

⁽⁷⁾ Instructions AMF n° 2011-19, 2011-20, 2011-21 et 2012-06.

⁽⁸⁾ Les modifications ont concerné les articles L. 214-7-4, L. 214-8-7, L. 214-24-33, L. 214-24-41, L. 214-67-1 et L. 214-77 du Code monétaire et financier.

⁽⁹⁾ Voir les articles 411-20-1, 422-21-1 et 422-134-1 du RGAMF.

⁽¹⁰⁾ Instructions AMF n° 2011-19, 2011-20, 2011-21, 2011-22, 2011-23 et 2012-06.

« Afin de leur permettre de pouvoir mieux se développer à l'international, sur la base de pratiques communes dans d'autres pays et avec une parfaite sécurité juridique », le Rapport FROG a proposé d'introduire le concept de pré-commercialisation dans le droit positif français et donc de revoir la définition de l'acte de commercialisation en France de parts ou actions d'OPCVM ou de FIA.



L'AMF n'a pas attendu la publication du Rapport FROG pour modifier sa Position n° 2014-04 car, dès juillet 2016, celle-ci a été modifiée afin de préciser les situations qui n'ont pas vocation à déclencher l'application des règles relatives à la commercialisation.

7^e mesure **Décider de l'absence ou de l'usage de la classification de fonds**

Lors des travaux FROG, il était admis que les classifications des OPC représentaient “une spécificité française” visant à assurer une meilleure information en « différenciant les véhicules en fonction de la nature principale des investissements opérés (actions, obligations, court terme, etc.) et des zones géographiques couvertes (France ou Étranger) ».

Or, ces classifications cumulaient plusieurs handicaps : le contenu des classifications était trop précis et parfois contraignant face à certaines classifications (privées) utilisées par l'industrie, et la classification “diversifié” était devenue trop large et moins significative avec le temps.

Le Rapport FROG a proposé une évolution réglementaire rendant le recours aux classifications, telles que définies dans la réglementation française, optionnel, et non plus obligatoire¹¹.



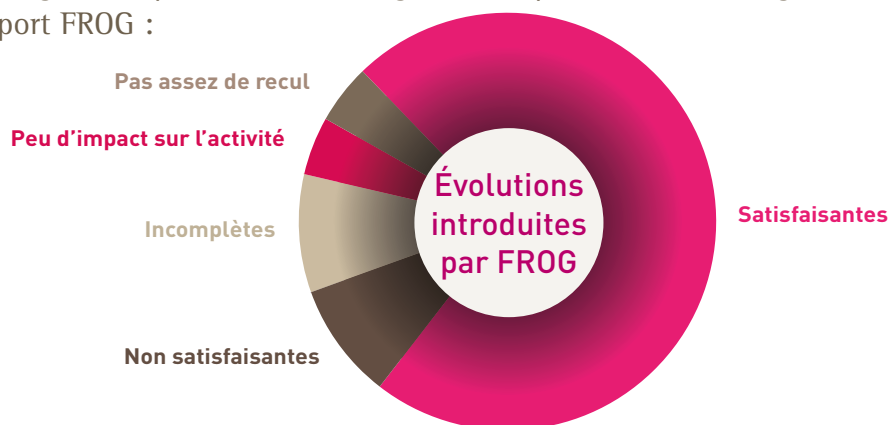
Cette évolution réglementaire a été effective en mars 2017 avec la modification des documents suivants :

- les Positions-Recommandations AMF n° 2011-05 et 2011-25 ;
- les Instructions AMF n° 2011-19, 2011-20, 2011-21 et 2012-06.

Quelques mois après la publication du rapport FROG, l'AFG, en partenariat avec l'AMF, lançait une consultation sur celui-ci auprès de ses membres¹².

Les sociétés de gestion de portefeuille interrogées étaient en grande majorité satisfaites des propositions du Rapport FROG qui venaient selon elles renforcer la compétitivité de l'offre de gestion d'actifs française. Certaines d'entre elles estimaient néanmoins que des points eussent mérité davantage d'explications ou pouvaient soulever des difficultés de mise en œuvre.

Appréciation générale par les sociétés de gestion de portefeuille interrogées des mesures préconisées par le Rapport FROG :



⁽¹¹⁾ Sauf pour les classifications “Fonds à formule”, “Monétaire”, “Monétaire court terme” ainsi que les classifications propres à l'épargne salariale : “investis en titres de l'entreprise”, “investis à moins d'un tiers en titres de l'entreprise”. Par ailleurs, la classification “Diversifié” est définitivement supprimée.

⁽¹²⁾ Enseignements de la consultation AMF/AFG sur FROG, décembre 2017.

II. Le livre blanc de l'AFG sur la compétitivité de la Place de Paris (novembre 2016)

En 2016, Yves Perrier (Président de l'AFG et dirigeant de la société de gestion Amundi Asset Management) confiait à Didier Le Menestrel (Président de la Commission compétitivité de l'AFG et dirigeant de la société de gestion La Financière de l'Echiquier) la rédaction d'un livre blanc sur la compétitivité de la Place de gestion française (le "Livre blanc de 2016").

Le Livre blanc de 2016 avait pour objectif de mettre en avant l'investissement de long terme et de hisser la place de Paris au rang de référence de l'Europe continentale par des recommandations opérationnelles. Publié en novembre 2016, il présente **dix solutions concrètes** de long terme regroupées en quatre "pistes" :

Piste 1 : Épargne longue et patrimoine des Français ;

Piste 2 : Un cadre fiscal stabilisé et durable ;

Piste 3 : Pour un écosystème porteur ;

Piste 4 : Promotion.

Piste 1 Épargne longue et patrimoine des Français

Cette première piste vise la création d'un nouveau cadre de l'épargne retraite afin de mobiliser celle-ci au service de la croissance et valoriser l'épargne des particuliers.

Solution n° 1 Un produit individuel innovant dédié à l'épargne-retraite

Selon le constat effectué par le Livre blanc de 2016, le système de retraite français « *est le fruit de l'Histoire, de choix culturels et politiques. Conçu il y a plus de 70 ans et fondé sur la solidarité intergénérationnelle, il est aujourd'hui proche de l'asphyxie et en grande difficulté* ».

Pour orienter les flux d'épargne vers le financement des retraites, le Livre blanc de 2016 a préconisé de créer un nouvel instrument d'épargne basé sur le volontariat et exclusivement dédié à cet objectif : *"le compte individuel de retraite"*.

Le compte individuel de retraite proposé a vocation à être investi en actifs finançant les entreprises (actions, obligations, OPCVM) permettant à l'épargne des Français d'être investie dans l'économie dite "réelle" et de créer ainsi les conditions d'une amélioration de la croissance et de la création d'emplois en France.

Cette préconisation s'est inscrite dans le sillage de la réflexion menée par les pouvoirs publics, dont les grandes lignes ont été dessinées par la loi d'août 2015 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques¹³ (dite loi Macron) et ensuite par la loi Sapin 2.

⁽¹³⁾ Loi n° 2015-990 du 6 août 2015 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques publiée au JORF du 7 août 2015.



Mise en œuvre de la 1^{ère} solution :

Il convient de signaler deux initiatives concomitantes, l'une au niveau européen et l'autre au niveau national.



L'initiative européenne

En juin 2017, la Commission européenne a publié une proposition de règlement portant sur la création d'un produit paneuropéen d'épargne-retraite individuelle (PEPP). Suite au trilogue du 13 décembre 2018, un texte de compromis a été adopté.

Selon le texte final, le PEPP sera un contrat d'épargne retraite présentant les mêmes caractéristiques où qu'il soit vendu dans l'Union européenne. Le PEPP sera complémentaire des dispositifs existants en matière de retraite nationale, et ne se substituera pas aux régimes nationaux d'épargne retraite individuelle.

Ses principales caractéristiques seront les suivantes :

- une gestion pilotée (*life-cycle*) éligible au titre de l'option par défaut ;
- des frais plafonnés à 1 % du capital accumulé par année dans l'option par défaut. L'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (EIOPA) devra développer des standards techniques pour préciser le type de coûts à inclure dans ce plafond ;
- un mode de sortie libre, mais les États membres pourront favoriser fiscalement certains modes de sortie. Les épargnants pourront modifier le type de sortie avant le début de la phase de "décumulation" ou au moment du changement de fournisseur du produit ;
- des compartiments du PEPP ouverts dans un minimum de deux pays dans un délai de trois ans après l'entrée en vigueur du futur règlement ;
- un conseil obligatoire pour tout type de PEPP (sur la base de la définition du conseil de la directive MIF 2) ;
- une autorisation par les autorités nationales compétentes. L'EIOPA pourra intervenir dans un deuxième temps si le PEPP fait courir des risques à l'efficacité des marchés financiers ou aux épargnants ;
- des institutions de retraite professionnelle nationales, fournissant des produits de pensions personnelles, éligibles comme fournisseurs du PEPP.

Le projet PEPP est une très bonne initiative européenne. La portabilité et la liberté de choix à la sortie (rente ou capital) sont des éléments rendant très attractif le PEPP. Son succès dépendra des choix des États membres concernant la fiscalité des modes de sortie ainsi que de la définition de l'encadrement des frais pour permettre aux acteurs de se saisir de ce nouveau produit.



L'initiative au niveau national

Les produits d'épargne retraite individuels sont composés des plans d'épargne retraite populaire (PERP), ouverts à tous et des contrats dits "Madelin" pour les travailleurs non-salariés. Ces produits sont exclusivement des contrats d'assurance vie dont les prestations sont liées à la cessation de l'activité professionnelle.

À l'échéance, le titulaire du produit se voit proposer uniquement la possibilité de sortir en rente viagère totale (Madelin) ou partielle (PERP), sauf exception en cas de trop faible montant où l'épargnant peut sortir en capital.

L'initiative au niveau national (suite)

La loi relative à la croissance et la transformation des entreprises (loi PACTE)¹⁴ dans son article 71 harmonise les différents régimes de produits d'épargne retraite tant collectifs qu'individuels. Ainsi, selon la loi PACTE, un plan d'épargne retraite (PER) peut être proposé indifféremment par une entreprise d'assurance ou un gestionnaire d'actifs. Le PER souscrit auprès d'un gestionnaire d'actifs donne lieu à l'ouverture d'un compte titres.

Les caractéristiques des PER harmonisés sont les suivantes :

- investissement par défaut réduisant les risques financiers pour le titulaire (“gestion pilotée”) ;
- versements déductibles fiscalement ;
- choix de sortir en rente ou en capital ou une combinaison des deux ;
- transférabilité entre tous les produits d'épargne retraite (collectifs et individuels) ;
- cas de sorties anticipées (décès, invalidité, surendettement, expiration des droits à l'assurance chômage, liquidation judiciaire pour le titulaire non salarié, acquisition de la résidence principale) ;
- frais de transfert plafonnés.

L'AFG est très favorable aux mesures prises par la loi PACTE qui doivent renforcer l'attractivité des produits d'épargne retraite en donnant le choix entre sortie en rente ou en capital et en permettant aux épargnants de transférer l'épargne entre les différents produits. Le régime fiscal qui sera défini par ordonnance sera décisif pour le succès de la réforme. Il est important de doter l'épargne retraite d'un régime attractif s'agissant de l'épargne investie sur la durée la plus longue. Ce régime doit bien sûr être identique, notamment pour les successions, que le futur PER soit souscrit sous la forme d'un compte titres ou d'un contrat d'assurance.

Solution n° 2 L'assouplissement des contraintes de Solvabilité II pour les actifs de long terme

Si au moment de la publication du Livre blanc de 2016 l'AFG considérait que les mesures retenues dans le projet de loi Sapin 2¹⁵ au sujet des activités de retraite professionnelle supplémentaire et de certains dispositifs de retraite allaient dans le bon sens, elle estimait néanmoins qu'il était nécessaire d'aller plus loin et assouplir le cadre prudentiel de la directive européenne Solvabilité II afin que l'épargne puisse jouer “*son rôle d'optimisateur de croissance*”.

⁽¹⁴⁾ Loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises, publiée au JORF du 23 mai 2019.

⁽¹⁵⁾ Cf. article 33 du projet de loi Sapin 2 (devenu l'article 114 de la loi Sapin 2) qui a permis la création du Fonds de retraite professionnelle supplémentaire (FRPS) via la publication, au JORF du 7 avril 2017, de l'ordonnance n° 2017-484 du 6 avril 2017 relative à la création d'organismes dédiés à l'exercice de l'activité de retraite professionnelle supplémentaire et à l'adaptation des régimes de retraite supplémentaire en unités de rente.



Mise en œuvre de la 2nde solution :

Le lobbying effectué notamment par l'AFG pour un abaissement de la charge en fonds propres requise pour les investissements dans les actions, jugée décourageante, a porté ses fruits. La Commission européenne a adopté le 8 mars 2019 un règlement délégué¹⁶ modifiant les actes délégués de la directive Solvabilité 2 applicables aux compagnies d'assurance. Ce règlement délégué prévoit d'abaisser la charge en fonds propres requise pour les actions cotées ou non-cotées à 22 %, lorsque ces investissements sont “de nature stratégique” ou sont traités comme “des investissements en actions à long terme”. Pour les autres types d'actions, la charge reste de 39 % ou 49 %. Toutefois il faut rester vigilant pour que les modalités d'application du règlement délégué ne réduisent pas la portée de cette réforme bienvenue.

Piste 2 Un cadre fiscal stabilisé et durable

Cette seconde piste suit l'idée directrice suivante : la taxation doit être d'autant plus faible que le risque pris s'inscrit sur une longue période.

Pour le Livre blanc de 2016, la fiscalité française ne doit plus encourager l'esprit de rente mais doit « *favoriser la prise de risque et l'épargne longue* », tout en garantissant un cadre fiscal stable permettant ainsi « *de donner à la France les moyens d'attirer l'épargne internationale et de la gérer sur son territoire* ».

Solution n° 3 Instituer une “clause de la fiscalité de l'épargne la plus favorisée”

Le Livre blanc de 2016 a proposé, à l'exemple d'autres pays européens, de tirer de la réglementation européenne l'interprétation la plus favorable possible et de « *faire bénéficier l'épargne longue et les placements en titres d'entreprises de la “clause de l'épargne la plus favorisée”* », en prenant à chaque fois en compte le couple durée d'engagement-risque.



Mise en œuvre de la 3^e solution :

Les réformes fiscales engagées par le Gouvernement en 2017 vont dans le bon sens avec la transformation de l'ISF en IFI et la mise en place du Prélèvement Forfaitaire Unique (PFU) qui simplifie la fiscalité de l'épargne et rend son niveau de taxation comparable à celle des autres pays européens. La déductibilité des versements sur le futur PER va aussi dans le bon sens mais il faudra que la fiscalité à la sortie, y compris sur les retraits en capital, soit compétitive par rapport à d'autres produits d'épargne (imposition des plus-values par exemple). Une taxation à l'impôt sur le revenu (IR) des retraits annulerait en grande partie l'intérêt de la déductibilité à l'entrée.

⁽¹⁶⁾ Règlement délégué (UE) de la Commission du 8 mars 2019 modifiant le règlement délégué (UE) 2015/35 complétant la directive 2009/138/CE du Parlement européen et du Conseil sur l'accès aux activités de l'assurance et de la réassurance et leur exercice (solvabilité II) - C(2019) 1900 final.

Solution n° 4 Supprimer la taxe sur les salaires, unique en Europe

Le Livre blanc de 2016 estimant que la taxe sur les salaires, créée en 1948, constitue « *un sérieux handicap qui dégrade la compétitivité française et encourage la délocalisation des emplois* », a proposé la suppression de cette taxe ou *a minima* la réduction drastique de son champ d'application et de son taux.

En effet, c'est un impôt progressif assis sur la masse salariale touchant les entreprises collectant peu ou pas de TVA, qui est exigible lorsque l'employeur est domicilié ou établi en France. Or, la forte progressivité de cette taxe pénalise particulièrement les emplois à haute valeur ajoutée, notamment dans le secteur financier.

**Mise en œuvre de la 4^e solution :**

Grâce notamment à un travail de lobbying de l'AFG, la loi de finances pour 2018 a supprimé la tranche marginale à 20 % de la taxe sur les salaires appliquée aux rémunérations annuelles supérieures à 152 279 €¹⁷.

Solution n° 5 Créer des zones franches pour l'industrie de la finance

« *Face à la délocalisation des talents et des moyens techniques et administratifs* » et afin de combattre la concurrence accrue de places étrangères, notamment celle du Luxembourg, en termes de domiciliation et de distribution des fonds à l'international, le Livre blanc de 2016 a proposé la création de « *zones franches dans l'Est de la France et en région parisienne* ».

Ces zones franches devaient se caractériser par des « *dispositions favorables en matière d'impôts sur les sociétés, de contribution économique territoriale et de taxe foncière sur les propriétés bâties* ».

Solution n° 6 Abandon de toutes les taxes spécifiques

Dans un souci de compétitivité, le Livre blanc de 2016 a posé comme préalable à la rénovation du cadre fiscal français, « *la suppression des taxes spécifiques à la France, et en particulier de la taxe sur les transactions financières (TTF)* ».

⁽¹⁷⁾ Voir article 90 de la loi n° 2017-1837 du 30 décembre 2017 de finances pour 2018 publiée au JORF du 31 décembre 2017.

Piste 3 Pour un écosystème porteur

Cette troisième piste s'inscrit dans le prolongement du Rapport FROG et se concentre sur la mise en œuvre de mesures techniques et juridiques.

Solution n° 7 Modernisation du système de souscription et évolution de la gouvernance des fonds .fr

Le Livre blanc de 2016 a constaté que le modèle luxembourgeois du TA « *s'est imposé comme la référence pour la distribution internationale des fonds* » car apparaissant aux yeux des investisseurs internationaux comme un modèle plus simple que le modèle CSD tel que pratiqué en France. « *Ce succès est également dû à un intense marketing imposant une "marque Luxembourg" notamment en matière de fonds UCITS.* »

Le Livre blanc de 2016 a soutenu et encouragé les mesures du Rapport FROG relatives aux modalités de souscription de fonds (1^{ère} mesure du Rapport FROG). Il a insisté également sur la nécessité d'une collaboration permanente entre l'AFG et l'AMF sur ces sujets pour « *renforcer la compétitivité de la Place de Paris et celle de la gestion d'actifs française dans son ensemble* ».

Par ailleurs, conscient que le développement de nouvelles technologies, comme la *Blockchain* notamment, ouvre des « *perspectives exceptionnelles* », le Livre blanc de 2016 a souligné la nécessité d'engager un processus de réflexion sur la mise en œuvre de ces nouvelles technologies.



Mise en œuvre de la 7^e solution :

L'AFG, qui s'est fortement impliquée dans le suivi des recommandations du Rapport FROG relatives à la modernisation du système de souscription des OPC français, a lancé, début 2018, une formation portant sur les circuits de souscription dans les OPC français (formation issue d'un travail collaboratif regroupant l'AFG, l'AFTI et le cabinet A2Consulting).

Le 8 mars 2018, l'AFG et l'AMF ont organisé un événement commun, dédié à la mise en œuvre des sept mesures issues du Rapport FROG.

Par ailleurs, le 27 novembre 2018, une présentation a été faite à l'AFG, en présence de l'AMF, sur les possibilités offertes par la technologie *blockchain* en ce qui concerne les ordres de souscription rachat de parts d'OPC.

Solution n° 8 Définition d'un cadre clair pour la titrisation

Le Livre blanc de 2016 a demandé la création d'un cadre clair et sécurisé pour la titrisation « *afin que les produits utilisant cette technique puissent être offerts à tous les investisseurs, y compris les fonds UCITS* ».



Mise en œuvre de la 8^e solution :

Concernant la création d'un cadre réglementaire clair pour la titrisation, plusieurs mesures ont été publiées : l'ordonnance n° 2017-1432 du 4 octobre 2017 portant modernisation du cadre juridique de la gestion d'actifs et du financement par la dette¹⁸, ses décrets d'application¹⁹ et l'arrêté modifiant le Règlement général de l'AMF²⁰.

Cette ordonnance, sur laquelle le Comité technique puis la Commission "Fonds de prêts" de l'AFG ont été très impliqués, a institué le concept d'organismes de financement et leur a ouvert de nouvelles facultés, en particulier celle de pouvoir prêter en primaire et de bénéficier des dispositions de la loi Dailly.

Les organismes de financement sont subdivisés en deux catégories : les organismes de titrisation (OT) et les organismes de financement spécialisé (OFS), qui peuvent revêtir la forme sociétaire ou contractuelle et sont pleinement soumis au régime AIFM.

Solution n° 9 Un ISIN ".eu"

Le Livre blanc de 2016 a proposé la création d'un « *code ISIN – International Securities identification – ".eu", pour les OPC européens soumis à une directive prévoyant une libre circulation* ».

Cette proposition devait permettre aux fonds français d'être plus facilement commercialisables à l'international.

En effet, pour un certain nombre de pays étrangers (hors Europe), un fonds UCITS européen était un fonds ayant un code ISIN .lu. Cela reste vrai aujourd'hui.

⁽¹⁸⁾ L'ordonnance n° 2017-1432 du 4 octobre 2017 portant modernisation du cadre juridique de la gestion d'actifs et du financement par la dette a été publiée au JORF du 5 octobre 2017.

⁽¹⁹⁾ 2 décrets ont été publiés au JORF du 21 et 22 novembre 2018 : décret n° 2018-1004 du 19 novembre 2018 portant modernisation du cadre juridique de la gestion d'actifs et du financement par la dette et décret n° 2018-1008 du 19 novembre 2018 portant modernisation du cadre juridique de la gestion d'actifs et du financement par la dette.

⁽²⁰⁾ Arrêté du 12 février 2019 publié au JORF du 21 février 2019.

Piste 4 Promotion

Cette quatrième piste aborde le thème de l'image et de la communication à l'international de la Place de Paris.

« Dans la perspective de créer un écosystème plus accueillant pour les investisseurs du monde entier, “bien faire savoir” nécessite une communication ciblée, précise et régulière sur les forces de la Place et les mesures concrètes mises en œuvre pour en relancer la dynamique ».

Solution n° 10 Un ambassadeur de la gestion d'actifs française

Le Livre blanc de 2016, mettant en œuvre les préconisations du sous-groupe de travail “*FROG Communication*” créé à l'occasion du lancement groupe de travail de place FROG, a annoncé la création d'un poste permanent d'ambassadeur de la gestion française à l'AFG.

L'AFG étant “*le porte-parole naturel de l'industrie financière française*”, il lui revenait en conséquence de piloter les initiatives de communication internationale relatives à la gestion d'actifs française.

Le rôle de cet ambassadeur de la gestion d'actifs française devait être le suivant :

- “*créer une marque France*” afin de valoriser l'ensemble des acteurs de l'écosystème français de la gestion d'actifs ;
- “*développer une diplomatie économique*” sur des marchés et des pays identifiés afin de promouvoir à l'international l'excellence de la gestion française.



Mise en œuvre de la 10^e solution :

En octobre 2016, Jean-Louis Laurens a été nommé Ambassadeur de la gestion d'actifs française.

Durant cette période, il a participé à de nombreuses conférences internationales, et rencontré près de 450 personnes et 250 institutions en rendez-vous individuels. Son mandat a été prolongé jusqu'en juillet 2018 afin de laisser le temps à la nouvelle organisation de l'AFG de se mettre en place.

Celle-ci s'est traduite par un renforcement du Département international de l'AFG sous la direction de Pierre Bollon, Délégué général. Deux pôles ont été créés : le premier en charge des affaires publiques européennes basé à Bruxelles et le second en charge de la promotion internationale.

Afin de renforcer cette action, la recherche d'un Vice-président à forte connotation internationale a été déclarée prioritaire.

De nouvelles ambitions pour la Place de Paris

I. Accompagner l'innovation

I. 1 État des lieux

I. 1.1 L'écosystème français : les acteurs clés

La France possède depuis de nombreuses années un écosystème de l'innovation développé. L'innovation ne se décrète pas, mais elle peut en revanche être encouragée par un environnement stimulant. Pour créer ces conditions favorables à l'innovation, les acteurs publics et privés ont récemment multiplié les efforts pour renforcer les accompagnements financiers, humains et matériels en faveur de l'innovation et du développement des entreprises. Plusieurs acteurs se distinguent ainsi par leurs compétences clés pour l'innovation en France : les pôles de compétitivité, les établissements d'enseignement et de recherche, les centres de recherche et développement (R&D) publics ou privés, les investisseurs, les autorités de contrôle et de régulation.

Les pôles de compétitivité

Les pôles de compétitivité favorisent l'émergence de projets collaboratifs de recherche et développement (R&D) en rassemblant des entreprises et des établissements de recherche et de formation. L'objectif est la mise sur le marché de nouveaux produits, procédés et services innovants. Début 2019, dans le cadre de la phase IV des pôles de compétitivité, le Premier ministre a labellisé 56 pôles de compétitivité, pour la période 2019-2022, qui comptent plusieurs milliers d'entreprises membres et d'établissements publics de recherche ou de formation. Les entreprises membres des pôles de compétitivité sont en grande majorité des PME, dont beaucoup sont de création récente.

Des précisions sur les pôles de compétitivité de la Région Île-de-France sont apportées dans le titre I de l'annexe 1.

Les établissements d'enseignement et de recherche

La qualité de l'enseignement dispensé par les écoles françaises, les "Grandes Écoles" et les universités, en particulier en mathématiques financières et en ingénierie, est internationalement reconnue. Les cinq principaux diplômes de master en finance sont français (classement mondial du *Financial Times* 2018).

Des précisions sur la reconnaissance internationale des établissements français d'enseignement et de recherche sont apportées dans le titre II de l'annexe 1.

Les centres de R&D publics ou privés

La France a toujours eu un vivier important de chercheurs et d'ingénieurs très bien formés. En outre, l'innovation et la R&D bénéficient d'allègements fiscaux et sociaux, ce qui fait de la France l'un des pays les plus attractifs pour la R&D.

La Région Île-de-France est le premier centre d'innovation en Europe et se classe n° 1 en Europe en termes de dépenses en R&D. Elle est leader dans le domaine de la *High-tech* et de la Finance verte en nombre d'emplois en R&D :

- 112 000 chercheurs en 2015, 4 760 chercheurs étrangers en 2016 ;

- 7 682 brevets déposés en 2016 ;
- 31 prix Nobel, 11 médailles Fields et 4 prix Abel.

L'écosystème financier se compose d'associations telles que l'Institut Louis Bachelier qui contribuent à promouvoir la recherche française et la diffusion de la connaissance en matière financière.

Notons aussi la présence de gros incubateurs publics ou privés (Station F, Le Swave, Le Cargo, Le Village,...) ainsi que d'infrastructures d'éducation dédiées (École 42, Le Wagon).

Les investisseurs

Le financement de l'innovation (par définition risqué) est effectué par le secteur public, par des particuliers tels les *business angels* (directement ou via des plateformes de *crowdfunding*) ou par des fonds de *capital-venture* gérés par des professionnels qui permettent d'investir dans des petites entreprises ou *start-ups* à caractère innovant. Le *capital venture* joue en France un rôle de premier ordre aussi bien dans la création d'entreprises innovantes et créatrices d'emploi que dans le renouvellement et l'entretien du tissu économique. Le financement des FinTechs est aussi facilité par les programmes d'investissement au sein des principales banques, compagnies d'assurance, grandes entreprises et par les aides financières publiques (mécénat, CIR, etc.).

Des précisions sur les investissements réalisés dans l'innovation sont apportées dans le titre III de l'annexe 1.

Les autorités de contrôle et de régulation

Au-delà du soutien financier direct à l'innovation, la confiance qui résulte de la stabilité et de la crédibilité des infrastructures publiques est essentielle aux acteurs privés pour leur permettre de développer leurs projets dans le temps. La France possède ainsi un cadre législatif et réglementaire complet qui se déploie autour de plusieurs autorités de contrôle telles que la Banque de France, l'AMF, l'ACPR, le ministère des Finances, le Haut conseil de la stabilité financière. À ce titre, les interlocuteurs principaux des acteurs privés sont :

- **L'Autorité des marchés financiers (AMF)**, en sa qualité de "régulateur des marchés financiers", régule les acteurs et produits de la place financière française. Elle autorise, surveille et contrôle également. Elle veille aussi à la bonne information des investisseurs. L'AMF est souvent citée comme un régulateur avec lequel des projets peuvent être discutés. La division FinTech, Innovation et compétitivité de l'AMF soutient en particulier les *start-ups* FinTechs, RegTechs et celles liées à la technologie *Blockchain*. Pour attirer les *start-ups* étrangères sur le sol français, l'AMF a lancé en 2016 un dispositif nommé "*Agility*" permettant d'adapter les démarches de domiciliation. Elle collabore avec l'agence du numérique qui a mis en place le "*Frenchtech Visa*", une procédure simplifiée d'attribution de titres de séjour pour les fondateurs et employés des *start-up* étrangères. De plus, il est prévu dans la loi PACTE que l'AMF instaure un guichet unique et un processus optionnel de sécurisation des ICO.
- **L'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR)** est une autorité de supervision indépendante, adossée à la Banque de France, dont la mission principale est d'assurer la stabilité et le bon fonctionnement du système financier. Le Gouverneur de la Banque de France assure la présidence de l'ACPR. Celle-ci est chargée de délivrer les agréments, de contrôler et de sanctionner les professionnels du secteur bancaire et financier et de protéger leurs clients. En 2016, elle a annoncé la création d'un pôle FinTech Innovation à guichet unique en partenariat avec l'AMF. Ce dernier a vocation à être le point d'entrée des FinTech bancaires ou assurantielles à l'ACPR pour obtenir un agrément et faire bénéficier les FinTechs d'informations et d'actions de communication dédiées.

Enfin, l'État soutient le transfert de technologie via plusieurs organismes tels que :

- **Le CRITT** (Centre Régional d'Innovation de Transfert de Technologie),
- **Les CTI** (Centres Techniques Industriels),
- **Les plateformes technologiques régionales** (par exemple : Institut Carnot Star à Marseille, The Paris Seine Initiative...) qui mettent à disposition des entreprises des savoir-faire techniques et des équipements de pointe afin de les aider dans le développement et la mise au point de leurs projets.

Il est aussi à noter que la France est sans doute leader dans l'accès à la donnée libre de droit et publique sur une quantité de données insoupçonnées issues de bases certifiées.

I. 1.2 Le cadre réglementaire français incitatif : les aides à l'innovation

Au cours des dix dernières années, les pouvoirs publics français se sont fortement mobilisés pour accompagner l'émergence d'un écosystème français de l'innovation performant. Ils ont œuvré à la construction et la structuration d'un cadre réglementaire incitatif qui fait aujourd'hui de la France et de Paris en particulier l'un des leaders européens de la création d'entreprises innovantes.

Historiquement, la France est caractérisée par une forte dépense des administrations, qui reflète une recherche publique d'excellence, et une dépense de R&D des entreprises plus en retrait. À partir de 2008, les gouvernements successifs ont mis en place un certain nombre de dispositifs de soutien à l'innovation (voir tableau dans le titre I de l'annexe 2).

Ce mouvement s'est poursuivi en 2013 avec la création de la Banque publique d'investissement (Bpifrance), résultant de la fusion d'organismes préexistants, qui constitue un effort financier de grande envergure pour soutenir l'investissement. En partenariat avec des acteurs privés, il s'agit ainsi de développer le financement du secteur des *start-up* et du capital-risque.

Enfin, trois Programmes d'Investissements d'Avenir (PIA) ont été lancés en 2010, 2014 et 2016, à hauteur de 35, 12 et 10 milliards d'euros respectivement²¹. Ces programmes poursuivent l'effort de renouvellement de la politique de soutien à l'innovation, avec l'expérimentation de dispositifs innovants sur plusieurs thèmes : développement du transfert, programmes sectoriels, et développement des *start-up* et du capital-risque par des actions en fonds propres.

Dans l'ensemble, le gouvernement français a engagé à partir de 2017 des réformes légales et fiscales ambitieuses. L'objectif est de renforcer la compétitivité et l'attractivité de la France par une réduction du coût du travail, en créant un marché de l'emploi moins rigide et un cadre réglementaire plus lisible. Les pouvoirs publics ont par exemple annoncé la réduction graduelle du taux d'impôt sur les sociétés à 25 % d'ici 2022, l'introduction d'une *flat tax* de 30 % sur les revenus du capital et une exonération de 6 ans de cotisations retraite pour les cadres impatriés. Le Gouvernement a aussi annoncé 500 millions d'euros de dépenses publiques supplémentaires pour développer et soutenir les activités afférentes à la *Blockchain* tandis que le rapport sur l'intelligence artificielle (IA) publié en 2018 rappelait que 400 millions d'euros sont dépensés chaque année par le secteur public pour financer la recherche en intelligence artificielle. Enfin, le Gouvernement s'est engagé à continuer de déployer ses efforts pour promouvoir l'entrepreneuriat et l'innovation en 2019. La promulgation de la loi PACTE courant 2019 sera un événement d'envergure favorable à l'innovation et à la culture *start-up* car elle devrait apporter plus de flexibilité et améliorer le cadre juridique des PME de croissance.

Il existe aussi d'autres acteurs publics liés au conseil et au financement de l'innovation. Comme évoqué plus haut, Bpifrance est l'un des acteurs principaux, mais aussi l'INPI au niveau national,

⁽²¹⁾ Source : *Système public d'aides à l'innovation*, Direction Générale du Trésor, janvier 2018.

ainsi que les Agences Régionales de l'Innovation et les Chambres Régionales de Commerce et d'Industrie au niveau local. Ces acteurs permettent d'accéder à des financements (sous forme d'avance remboursable ou de subvention) et aident les entreprises à définir une stratégie d'innovation.

Nous allons développer trois exemples d'aides de première importance : le Crédit d'Impôt Recherche (CIR), la fiscalité pour les zones franches urbaines – territoires entrepreneurs et la fiscalité des jeunes entreprises innovantes (JEI) ou jeunes entreprises universitaires (JEU).

Le Crédit d'Impôt Recherche (CIR)

Le mouvement de soutien public à l'innovation a connu une accélération avec la réforme du CIR²². Ce dernier a acquis une place incontournable dans le paysage des aides à l'innovation (5,4 milliards d'euros en 2016) et a amorcé la montée en puissance de la dépense de R&D des entreprises. En 2017, 24 000 entreprises en France ont bénéficié de ce dispositif fiscal.

Le CIR est une mesure de soutien aux activités de R&D des entreprises, sans restriction de secteur ou de taille. Les entreprises, quel que soit leur statut juridique, qui sont soumises à l'impôt sur les sociétés ou à l'impôt sur le revenu et qui engagent des dépenses de recherche fondamentale et de développement expérimental peuvent bénéficier du CIR. Le taux du CIR varie selon le montant des investissements.

Les entreprises exonérées de l'impôt sur les sociétés sont exclues du dispositif, sauf les jeunes entreprises innovantes (JEI), les entreprises créées pour la reprise d'une entreprise en difficulté et les entreprises situées en zone aidée.

Sont couvertes par le CIR, les activités de R&D telles que les activités de recherche fondamentale (travaux de recherche expérimentaux ou théoriques entrepris en vue d'acquérir de nouvelles connaissances sur les fondements des phénomènes et des faits observables) ou appliquée (travaux de recherche originaux entrepris en vue d'acquérir de nouvelles connaissances et dirigés principalement vers un but ou un objectif pratique déterminé) et les activités de développement expérimental (des travaux systématiques visant à déboucher sur de nouveaux produits ou procédés ou à améliorer les produits ou procédés existants), quel qu'en soit le domaine.

Les critères d'éligibilité des dépenses au CIR sont précisés dans le titre II de l'annexe 2.

Le taux du crédit d'impôt recherche est de 30 % pour les dépenses de recherche jusqu'à 100 millions d'euros (ou 50 % dans les départements d'outre-mer) et de 5 % au-delà.

Le CIR est déterminé par année civile, quelle que soit la date de clôture de l'exercice.

Les subventions publiques reçues pour les projets de recherche ouvrant droit au CIR doivent être déduites des bases de calcul du crédit. Les subventions remboursables sont ajoutées aux bases de calcul pour l'année de leur remboursement.

Fiscalité attractive pour les sociétés installées dans des zones franches urbaines – territoires entrepreneurs

Afin de favoriser le développement économique des zones franches urbaines – territoires entrepreneurs (ZFU-TE)²³, les entreprises qui s'y implantent et y embauchent une main-d'œuvre locale peuvent bénéficier d'exonérations fiscales sous certaines conditions.

⁽²²⁾ *Ibid.*

⁽²³⁾ *Les zones franches urbaines sont des quartiers de plus de 10 000 habitants, situés dans des périmètres géographiques sensibles et défavorisés. Il en existe une centaine sur le territoire français.*
<https://www.economie.gouv.fr/entreprises/zones-franches-urbaines-zfu-te-avantages-impots>

Peuvent bénéficier de l'exonération les entreprises, quels que soient leur statut juridique et régime d'imposition, installées en ZFU-TE avant le 31 décembre 2020 et ayant :

- une activité industrielle, commerciale, artisanale ou libérale ;
- une implantation matérielle (un bureau, par exemple) et une activité effective (réalisation de prestations, par exemple) ;
- 50 salariés au maximum ;
- 10 millions d'euros de chiffres d'affaires maximum ;
- un capital détenu à moins de 25 % par une entreprise de plus de 250 salariés.

Les entreprises implantées dans les ZFU-TE bénéficient d'une exonération d'impôt sur les bénéfices fixés à :

- 100 % pendant les 5 premières années ;
- 60 % pendant la 6^e année ;
- 40 % pendant la 7^e année ;
- 20 % pendant la 8^e année.

Les bénéfices réalisés par des activités exercées hors d'une ZFU-TE sont exclus de l'exonération et soumis aux règles générales.

L'allégement fiscal ne peut dépasser 50 000 euros par période de 12 mois.

Ce plafond est majoré de 5 000 euros par nouveau salarié résidant dans le quartier et embauché à temps plein pendant au moins 6 mois.

L'exonération d'impôt est subordonnée à la signature d'un contrat de ville prévu par la loi du 21 février 2014 de programmation pour la ville et la cohésion sociale.

Fiscalité attractive pour les jeunes entreprises innovantes (JEI) ou les jeunes entreprises universitaires (JEU).

Les nouvelles entreprises qui se créent avant le 31 décembre 2019 et investissent dans la R&D peuvent bénéficier du statut de jeune entreprise innovante (JEI) ou de jeune entreprise universitaire (JEU). Elles bénéficieront d'exonérations fiscales et sociales.

Les critères d'éligibilité des entreprises au statut de JEI ou de JEU sont précisés dans le titre III de l'annexe 2.

Les JEI et JEU peuvent bénéficier d'exonérations en matière :

- d'impôt sur le revenu ou les sociétés : exonération totale pendant le 1^{er} exercice (ou la première période d'imposition bénéficiaire), puis exonération de 50 % pour la période ou l'exercice suivant ;
- de cotisation économique territoriale (CFE et CVAE) et de taxe foncière pendant 7 ans, sur délibération des collectivités locales.

L'exonération d'impôt sur les bénéfices est cumulable avec le CIR.

Les JEI peuvent aussi, sous conditions, obtenir l'exonération des plus-values de cession de parts ou actions ainsi que la restitution immédiate de leur créance de CIR.

Enfin, l'exonération de charges sociales patronales, d'assurances sociales et d'allocations familiales dont elles bénéficient concerne les rémunérations des personnels suivants, dans la mesure où 50 % de leur temps de travail est consacré aux projets de R&D :

- les ingénieurs-chercheurs, techniciens, gestionnaires de projet de recherche et de développement, juristes chargés de la protection industrielle et des accords de technologie liés au projet, personnel chargé de tests pré-concurrentiels ;
- les mandataires sociaux, relevant du régime général de sécurité sociale, qui participent, à titre principal, au projet de recherche et de développement de l'entreprise.

L'exonération est applicable jusqu'au dernier jour de la 7^e année suivante celle de la création de l'entreprise (par exemple, une entreprise créée le 1^{er} juin 2019 bénéficiera de l'exonération jusqu'au 31 décembre 2026).

L'exonération s'applique dans la limite d'un double plafonnement :

- une rémunération mensuelle brute par personne plafonnée à 6 845,48 euros (correspondant à 4,5 fois le Smic) ;
- un plafond annuel de cotisations éligibles par établissement fixé à 202 620 euros (correspondant à 5 fois le plafond annuel de la sécurité sociale).

I. 2 Comment permettre le développement de la gestion d'actifs numériques ?

Proposition 1

Recommander la création au plus vite d'une réglementation européenne pour encadrer les activités sur actifs numériques assimilables à des instruments financiers.

La loi PACTE définit un jeton (ou "token") comme « *tout bien incorporel représentant, sous forme numérique, un ou plusieurs droits, pouvant être émis, inscrits, conservés ou transférés au moyen d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé (ou "blockchain") permettant d'identifier, directement ou indirectement, le propriétaire dudit bien* »²⁴.

Il est schématiquement possible de classer les jetons (*tokens*) en quatre catégories :

- les jetons monétaires ("*currency-like tokens*") ;
- les jetons représentant des titres financiers ("*security-like tokens*") ;
- les jetons représentant un actif sous-jacent ("*asset-backed tokens*") ;
- les jetons donnant accès à un bien ou un service ("*utility tokens*").

D'après l'AMF, malgré les différentes typologies de jeton apparues à ce jour et en dépit des variantes selon les juridictions, un consensus semble se dessiner : tandis que les jetons assimilés à des instruments financiers tomberaient dans le champ de la réglementation existante, la loi PACTE vise, quant à elle, à réguler l'émission des jetons utilitaires (*utility tokens*).

En vertu de l'article 86 de la loi PACTE, les actifs numériques comprennent, à l'exclusion de ceux ayant les caractéristiques des instruments financiers, les jetons et plus largement les représentations numériques

⁽²⁴⁾ Article 85 de la loi Pacte.

d'une valeur, non émise ou garantie par une banque centrale ou par une autorité publique mais acceptée comme un moyen d'échange et qui peut être transférée, stockée ou échangée électroniquement.

CoinMarketCap référence, à fin mars 2019, environ 2 112 actifs numériques différents dans le monde, pour un montant total d'environ 140 milliards de dollars. Les principaux sont le Bitcoin (50 % des volumes de transactions), suivi de l'Ether (10 %), puis du Ripple (9 %).

Une *blockchain* est, quant à elle, un grand registre digital décentralisé, tenu à jour en permanence et considéré comme inviolable. Les principales *blockchains*, que sont Bitcoin et Ethereum, fonctionnent avec des jetons, le bitcoin et l'ether, qu'elles génèrent en rémunération de la validation des transactions. Ces *tokens* sont donc des incitations financières permettant d'assurer le fonctionnement du réseau.

Initialement créés comme instruments de validation dans un monde digital, les actifs numériques se sont développés dans l'économie réelle au travers de services permettant leur achat/vente contre des monnaies légales, leur utilisation comme instrument d'échange ou comme instrument de financement avec l'apparition des *Initial Token Offering (ITO)* ou *Initial Coin Offering (ICO)*.

Au-delà de la *blockchain*, les actifs numériques sont l'expression de la digitalisation de la valeur dans une économie qui se digitalise. L'engouement pour les ICO²⁵ en est une illustration. Elle permet de financer des projets rapidement, à coût plus faible et sans changement de contrôle pour les porteurs de projets. L'offre au public de jetons est définie à l'article 85 de la loi PACTE (nouvel article L. 552-3 du Code monétaire et financier) : elle consiste « à proposer au public, sous quelque forme que ce soit, de souscrire » à des jetons. De plus, « ne constitue pas une offre au public de jetons, l'offre de jetons ouverte à la souscription par un nombre limité de personnes, fixé par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers, agissant pour compte propre ».

En avril 2019, la première émission d'obligations sécurisées sur une *blockchain* publique a été réalisée par une entreprise française (Société Générale SFH). Les jetons émis ont été notés Aaa/AAA respectivement par les agences de notation indépendante Moody's et Fitch. Il est probable que le marché primaire voit la réalisation d'autres projets de Security Token Offering (STO). Il s'agira d'émissions réalisées par des sociétés existantes, cotées ou non, qui émettront des *tokens* indexés sur des actifs matériels ou immatériels de la société, ou donneront droit à une part de capital ou des revenus. Les STO allient les avantages de souplesse et de rapidité des ICO tout en apportant une meilleure sécurité à l'investisseur car le *token* offert est assimilé à une valeur mobilière et rentre donc dans une réglementation existante. Il est intéressant de noter que plusieurs projets de tokenisation d'actifs immobiliers et d'œuvres d'art sont également à l'étude.

Il va sans dire que ces nouvelles façons d'investir doivent être encadrées afin que les investisseurs soient bien informés et que leur apport de capitaux finance effectivement le projet.

Plusieurs régulateurs ont déjà adopté des positions claires, soit pour interdire les ICO sur leur territoire, soit pour avertir les investisseurs des risques, soit en adoptant une politique volontariste et attractive. À ce titre, les pouvoirs publics français souhaitent positionner la France parmi les juridictions de référence pour ce marché. Pour atteindre cet objectif, les acteurs doivent pouvoir bénéficier d'un cadre réglementaire adapté (européen et national) afin que les investisseurs puissent accompagner le développement de ce marché avec des exigences appropriées.

⁽²⁵⁾ Guide pratique, Les ICOs en France, Paris Europlace : https://www.paris-europlace.com/sites/default/files/public/pariseuroplace_brochure_francesnewframeworkforicosandtokens_april_2019-compresse.pdf

L'AFG soutient le régime prévu par l'article 85 de la loi PACTE selon lequel les émetteurs de jetons (relevant de la catégorie des "*utility tokens*") auront la faculté (et non l'obligation) de solliciter un visa en vue de réaliser une offre au public de jetons. Le visa de l'AMF représentera, en quelque sorte, un label facultatif, que des émetteurs de jetons procédant à une offre au public pourront solliciter auprès de l'AMF. Il s'agit ainsi de donner certaines garanties aux investisseurs et de conférer un avantage compétitif aux émetteurs qui présentent certaines garanties, sans pour autant interdire les offres au public de jetons qui ne sollicitent pas de visa de l'AMF ou ne respectent pas ces garanties. Toutes les ICO ayant obtenu le visa seront ainsi sur une liste blanche publique.

Le marché secondaire des *tokens* est aussi en train d'émerger : développement de plateformes de *trading*, *brokers* dédiés à ce type d'instruments, sociétés de gestion, fonds d'investissement, conseillers en investissement... La loi PACTE prévoit qu'avant d'exercer leurs activités de services sur actifs numériques, qu'elle définit dans l'article 86, les prestataires, uniquement pour certains services, devront s'enregistrer auprès de l'AMF et pourront pour tous les services solliciter un agrément. Ce régime d'agrément n'est pas obligatoire, mais ceux qui choisissent de s'y soumettre devront suivre scrupuleusement le cahier des charges, notamment en termes de connaissance clients et de lutte anti-blanchiment. La loi permettra aussi aux fonds Professionnels Spécialisés (FPS), et aux fonds professionnels de capital investissement (FPCI) dans la limite de 20 % de leur actif, de détenir des actifs numériques. Certains de leurs clients, *family office*, banque privées et investisseurs institutionnels pourraient ainsi bénéficier d'une plus grande diversification de leurs portefeuilles grâce à ces nouveaux actifs.

L'AFG s'est associée avec d'autres institutions pour mesurer, via les réponses à un questionnaire envoyé à leurs membres en début 2019, l'appétence du marché pour les "*security tokens*" ou "jetons financiers assimilables à des instruments financiers". Les nombreuses réponses reçues d'acteurs historiques et de nouveaux entrants, français ou étrangers, ont permis de confirmer une tendance qui pourrait se matérialiser dans les mois à venir par des projets concrets sur le plan national comme international. Il s'agissait également d'évaluer les attentes des participants, dans le but de contribuer activement aux réflexions en cours sur ce sujet chez les régulateurs, et d'apporter à ces derniers un éclairage concret sur les tendances de marché. En effet, des adaptations au cadre réglementaire existant semblent être nécessaires, afin de faciliter le recours aux *security tokens* et permettre de pleinement tirer profit des avantages que cette nouvelle forme de dématérialisation des titres, et sa technologie sous-jacente, présentent.

Au niveau européen, les institutions commencent aussi à se pencher sur le sujet. Début 2019, l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) a publié son avis aux institutions de l'Union européenne (Commission, Conseil et Parlement européen) qui servira de base aux futurs textes réglementaires portant sur les ICO, les actifs numériques et les services d'investissement liés à ces actifs.

Elle a ainsi mené une enquête auprès des autorités nationales compétentes pour distinguer les actifs numériques qui pourraient être qualifiés d'instruments financiers (au sens de la directive MIF II). Il apparaît que les crypto-actifs auxquels sont attachés des droits financiers, qui constituent un sous-jacent d'un produit dérivé et plus largement ceux qui répondent à la définition prévue par la directive MIF II pourront être régis par le droit européen. L'ESMA estime que 10 % à 30 % de tous les actifs numériques pourraient ainsi être qualifiés d'instruments financiers. Elle précise que certains

actifs numériques n'entrent pas dans le champ d'action de la réglementation financière européenne mais pourraient malgré tout être considérés comme des instruments financiers par destination car échangeables sur un marché secondaire.

De plus, les activités adossées à ces actifs qualifiés d'instruments financiers pourraient à leur tour être qualifiées d'activités/services d'investissement. Ainsi, les règles de transparence, d'organisation et de reporting définies par la directive MIF II pourraient s'appliquer.

Plus globalement, elle rappelle que les intermédiaires en actifs numériques fournissent probablement des services d'investissement et devront donc se plier aux exigences de la directive MIF II. Il apparaît inévitable à l'autorité européenne que des modifications et extensions de la réglementation en vigueur devront être introduit pour faire face à ces défis.

Sur le plan comptable, le règlement 2018-07 de l'ANC du 10 décembre 2018 a aussi pris en compte ces innovations en modifiant les libellés de certains comptes et en en créant de nouveaux, spécifiquement destinés à la comptabilisation des jetons enregistrés dans la *blockchain*.

Sur le plan fiscal, le législateur a précisé à travers la loi de finances pour 2019 les règles d'imposition applicables aux actifs numériques. Les plus-values réalisées à titre occasionnel sur les crypto-actifs, à compter du 1^{er} janvier 2019, sont assujetties, comme les plus-values sur titres, au prélèvement forfaitaire unique (PFU) de 30 %, soit 12,8 % d'imposition et 17,2 % de prélèvements sociaux.

Le marché des actifs numériques et des jetons dans leur ensemble a connu au cours des deux dernières années un développement important. Lors du développement d'Internet dans les années 90, la France a connu une forme de marginalisation paradoxale alors qu'elle avait tous les atouts pour devenir un leader de cette révolution économique et culturelle. Pour éviter que les mêmes erreurs se reproduisent avec la 4^e révolution industrielle (la *blockchain* et les activités qui en découlent), l'AFG a pour objectif de soutenir et d'accompagner les initiatives des pouvoirs publics français et européen qui visent à créer un cadre réglementaire flexible tout en encadrant les abus. Elle considère en effet qu'il serait souhaitable que la France renforce l'attractivité de son territoire en envisageant un cadre ambitieux, offrant de la souplesse et qui réponde aux difficultés pratiques rencontrées par les acteurs pour permettre le développement de ce marché et de ces activités.

II. Moderniser les infrastructures de marché

II. 1 Fluidifier les opérations de souscription-rachat sur les parts d'OPC

II. 1.1 Promouvoir un modèle de KYC de Place pour les investisseurs non professionnels

Proposition 2

Promouvoir un modèle de Place standardisé de données d'investisseurs non professionnels (le KYC) utile à l'ensemble des acteurs du secteur financier.

Diverses réglementations²⁶ imposent désormais aux commercialisateurs de produits d'épargne, produits bancaires ou contrats d'assurance vie qui entrent en contact avec un investisseur potentiel de procéder à des formalités d'entrée en relation ; ces formalités résumées sous l'acronyme anglo-saxon KYC ("*know your customer*") consistent à rassembler de nombreuses informations sur le client potentiel, le plus souvent sous forme de questionnaire (le "KYC"), à en garder la trace ainsi qu'à le mettre à jour régulièrement.

Cette procédure tout à fait compréhensible sur le fond conduit un client qui, au cours du même mois, changerait de banque, souscrirait un contrat d'assurance-vie auprès de son courtier, souscrirait dans un OPC ou confierait un mandat de gestion à une société de gestion, à remplir autant de formulaires différents, comportant le même type de questions mais formulées différemment selon l'établissement. Car il n'y a pas aujourd'hui de modèle de Place.

C'est pourquoi nous pensons qu'il serait pertinent, dans l'intérêt des clients, comme dans celui des professionnels, de disposer d'un modèle de Place standardisé de données d'investisseurs utile à l'ensemble des professions.²⁷

Les clients, confrontés à des questions normalisées et devenues familières, pourraient mieux répondre aux questions et mémoriser ce qu'il convient de distinguer en matière bancaire et financière. Cette stabilisation contribuerait de cette façon à l'éducation financière des citoyens.

Du côté des professionnels, outre la sécurité réglementaire accrue, cette standardisation multi-métiers devrait s'accompagner d'une portabilité entre professionnels qui assurerait la fluidité des processus d'entrée en relation. Les moyens technologiques actuels (digitalisation, coffre-fort électronique, *blockchain*...) peuvent permettre cette portabilité avec la sécurité et la fluidité nécessaire.

Le client remplirait ce questionnaire une seule fois, au moins sur une partie importante des questions.²⁸ Le questionnaire pourrait être ensuite stocké dans une infrastructure de place et serait disponible à tous les acteurs autorisés. Une centralisation des données permettrait en outre que toute mise à jour soit immédiatement disponible à l'ensemble des acteurs.

À l'heure d'une réglementation omniprésente, la digitalisation des processus est une opportunité à saisir. Ce projet de Place contribuerait à donner du confort aux épargnants et accroître l'efficacité des professionnels.

⁽²⁶⁾ Notamment la Directive sur la lutte anti-blanchiment et contre le financement du terrorisme, la directive MIF II (objectifs et besoins en matière d'investissement, niveau de risque supportable, connaissances et expériences des marchés financiers), la réglementation FACTA (vérification au regard des lois fiscales américaines).

⁽²⁷⁾ Dans cet esprit, l'AFG, l'AF2i et l'AFTE ont mis en place en avril 2016 un modèle de KYC pour investisseurs institutionnels et corporates.

⁽²⁸⁾ Des questions complémentaires spécifiques peuvent être laissées à la discrétion des distributeurs.

Cette idée de création d'un KYC de Place est également présente dans le rapport d'Euroclear publié en avril 2018 et intitulé « *Distribution des fonds français à l'international – 16 propositions pour améliorer l'attractivité de la Place française* ». Ce Rapport, dans le cadre de la thématique KYC, recommande notamment les actions suivantes :

- promouvoir une norme de place du marché français en matière d'information à transmettre dans le cadre du processus KYC ;
- disposer au niveau du marché français d'une infrastructure KYC de Place permettant d'optimiser les processus et les coûts KYC ;
- autoriser la portabilité des KYC investisseurs lorsque l'investisseur est déjà client d'un Teneur de Compte Conservateur (TCC) français.

L'AFG accueille favorablement les trois propositions du Rapport d'Euroclear, créant ainsi un consensus de Place et les soutient à travers cette reprise dans le livre blanc.

Néanmoins, il ressort de l'analyse effectuée au sein de l'AFG, que la mise en œuvre de la deuxième et troisième recommandations du Rapport d'Euroclear présentées ci-dessus, nécessite de réaliser au préalable la première. En effet, la création d'infrastructures KYC ainsi que la portabilité des KYC entre acteurs ne peuvent concrètement se réaliser que s'il existe au préalable un modèle de KYC de place pouvant être utilisé par l'ensemble des acteurs auprès de leurs clients. En d'autres termes, la mise en œuvre de la première recommandation conditionne la mise en œuvre des deux autres.

II. 1.2 Approfondir la connaissance du passif et moderniser la relation client

Proposition 3

Assurer une correspondance entre les codes BIC/BIC1 et les codes LEI.

L'AFG et l'AFTI ont mis en œuvre depuis une douzaine d'années le marquage des ordres sur le marché français pour répondre à trois principaux besoins :

- 1) suivre les flux et encours de souscription apportés par le distributeur afin notamment de les rétribuer pour ce service (rétrocessions) ;
- 2) suivre les flux et encours de souscription de leurs clients investisseurs (personnes morales) afin notamment de suivre commercialement leur activité ;
- 3) depuis la crise de 2008, obtenir un suivi exhaustif du passif de leurs fonds pour mieux appréhender le comportement des souscripteurs.

Il existe déjà deux types de marquage :

- le BIC ou BIC1 (Bank International Code, 11 caractères alphanumériques, géré par SWIFT) pour désigner un acteur du processus de souscription. En pratique, il désigne soit le distributeur (ou sous-distributeur), soit l'investisseur (personne morale). Les établissements désignés par un code BIC ou un BIC1 ont parfois plusieurs activités que les sociétés de gestion veulent pouvoir distinguer. Par exemple, une banque peut avoir un rôle soit de distributeur, soit d'investisseur, soit de simple teneur de compte. Le marquage doit donc s'appuyer sur des codes qui puissent désigner un sous-ensemble d'une entité morale ;
- La référence bilatérale (code libre alphanumérique, géré par la société de gestion et son distributeur) pour désigner principalement une convention avec soit le distributeur, soit le sous-distributeur.

Ces deux types de marquage cohabitent et se combinent, permettant aujourd'hui aux sociétés de gestion de choisir et obtenir un niveau de granularité de suivi qui correspond aux besoins qu'elles ont définis. L'enquête menée par l'AFG en 2015 auprès des sociétés de gestion a montré que ces deux types de marquage sont utilisés et correspondent aux besoins, mais que la qualité du marquage reçu reste nettement perfectible.

Le Rapport d'Euroclear dans sa proposition n° 6, recommande de « *Rationaliser l'usage des codifications relatives au marquage des distributeurs en capitalisant sur la généralisation de l'usage des codes LEI (Legal Entity Identifier)* ».

Cette proposition introduit une nouvelle complexité car il faut mettre en place un nouveau code qui se rajoute à ceux existants et qui est géré par une autre institution que SWIFT.

Le code LEI (code de 20 caractères alphanumériques géré par l'INSEE en France) est utilisé pour les reporting réglementaires (FATCA, AIFM, MIF2...).

Pour que ce troisième code soit transmis dans les instructions SWIFT de souscription/rachat, il faudrait qu'une nouvelle zone dans les messages y soit affectée. Le code LEI ne peut remplacer le code BIC/BIC1 ou la référence bilatérale. Les outils utilisant ces messages (chez les TCC, les centralisateurs, les sociétés de gestion) devraient également être adaptés pour exploiter ce nouveau champ, ce qui représenterait une nouvelle charge pour tous les participants aux processus de souscription/rachat.

Pour que le marquage soit de bonne qualité, il faut qu'il réponde aux besoins de la société de gestion. C'est la société de gestion qui doit définir son besoin en terme de granularité et qui doit le faire savoir à ses distributeurs et ses investisseurs personnes morales. Ces codes BIC/BIC1 et références bilatérales sont spécifiés dans les annexes des conventions de distribution. La charge d'adaptation et de communication reposerait sur les sociétés de gestion qui ont déjà beaucoup dépensé pour généraliser les codes BIC/BIC1 depuis plus de douze ans.

Néanmoins, la mise en place du LEI pourrait être positive pour le marquage des ordres au niveau européen si le lien avec les codes BIC/BIC1 est garanti. Pour ce faire, l'AFG et l'AFTI avec le soutien d'Euroclear pourraient demander à SWIFT d'assurer ce lien. Ainsi, chaque établissement pourrait s'assurer de la correspondance d'un code BIC ou BIC1 avec un code LEI sans avoir à les véhiculer dans tous les flux.

La mise en place des codes LEI pour les besoins réglementaires, peut présenter une bonne opportunité de généraliser la bonne pratique du marquage des ordres sous réserve que les établissements européens s'engagent à accepter le marquage des ordres sur OPC.

Proposition 4

Favoriser la pratique des informations dématérialisées, entre les sociétés de gestion et leurs investisseurs, en élargissant notamment l'utilisation des courriers électroniques.

La souscription d'une part ou action d'un OPC traduit l'accord d'un investisseur de confier la gestion d'une partie de son épargne à un professionnel qui va gérer celle-ci sur la base de règles définies dans des documents remis au moment de la souscription.

Compte tenu des évolutions, des marchés, de sa politique commerciale ou de la réglementation, la société de gestion peut être amenée à modifier les règles prévues dans les documents initiaux. Ces modifications doivent être portées à la connaissance des investisseurs selon différentes modalités

largement encadrées par le régulateur. Cet encadrement permet de s'assurer que, pour les modifications les plus importantes, l'investisseur puisse, sur la base d'une information claire, soit les accepter soit les refuser (l'exercice de cette option se traduit en général par l'ouverture d'une possibilité de sortir sans frais).

Traditionnellement, la communication de l'information devant permettre aux investisseurs d'exercer un choix est transmise à ces derniers par courrier postal. Cette solution apparaît au fil des années de moins en moins adaptée et présente plusieurs inconvénients : l'envoi d'une lettre postale aux investisseurs représente un coût important (donc répercuté dans la masse des frais de gestion), et comporte des délais parfois difficilement compatibles avec la nécessité de pouvoir mettre en œuvre rapidement une modification du produit.

Il convient, par ailleurs, de souligner que la société de gestion n'a pas connaissance des coordonnées de ses investisseurs lorsque ceux-ci ont inscrit leurs parts sur un compte titres détenu par un intermédiaire financier (titres au porteur). Au délai d'acheminement postal s'ajoutent les délais qui permettront d'identifier les intermédiaires (teneurs de comptes) auprès desquels les investisseurs ont inscrit leurs titres.

Si la société de gestion reste responsable de la qualité de l'information transmise, elle ne peut donc avoir une vision précise du délai dans lequel ses investisseurs seront prévenus et en mesure de prendre une décision adaptée vis-à-vis du changement proposé.

Compte tenu de l'évolution du comportement des épargnants qui utilisent maintenant assez largement les outils électroniques pour réaliser leurs souscriptions, délaissant ainsi le traditionnel bulletin de souscription papier, la transmission d'une lettre au porteur par voie postale paraît donc inadaptée et semblera de plus en plus anachronique dans les années à venir. La France a par ailleurs largement instauré la dématérialisation des relations entre les établissements financiers et leurs clients avec la publication de l'ordonnance n° 2017-1433 du 4 octobre 2017²⁹.

Par ailleurs l'AMF reconnaît déjà dans ses instructions, la possibilité de transmettre une information particulière aux investisseurs « *par lettre ou tout autre support durable* ».

Il apparaît donc cohérent d'étendre aux relations entre les sociétés de gestion et leurs investisseurs la pratique des informations dématérialisées notamment en permettant l'utilisation des courriers électroniques dans un souci de réduction des coûts et des délais de transmission. Toutefois, cette transmission devrait se faire en étendant les principes déjà mis en place par l'ordonnance du 4 octobre 2017 : « *S'assurer au préalable, puis annuellement, du caractère approprié de ce mode de communication (le client doit être en mesure de prendre connaissance des informations sur le support dématérialisé)* ».

Le teneur de compte étant la seule personne ayant le contact direct avec le porteur / actionnaire de l'OPC, il lui appartiendra de choisir les modalités de transmission des informations à son "client" (courrier postal ou courrier électronique) en respectant les règles décrites aux articles L. 311-8 et suivants du Code monétaire et financier. En tout état de cause, la société de gestion reste responsable du contenu de l'information (clarté, pertinence des options proposées,...).

⁽²⁹⁾ Ordonnance n° 2017-1433 du 4 octobre 2017 relative à la dématérialisation des relations contractuelles dans le secteur financier publiée au JORF du 5 octobre 2017.

Proposition 5

Dans le cadre du développement des services reposant sur la *Blockchain* en France et en Europe, promouvoir l'interopérabilité entre les différents acteurs liés à la collecte des ordres de souscription/rachat de parts d'OPC.

La connaissance du passif par les sociétés de gestion de portefeuille devient un sujet majeur pour celles-ci. La réglementation européenne actuelle incite d'ailleurs les acteurs à mieux appréhender leur passif.

Or, reconstituer l'ensemble des informations permettant d'avoir une vision globale sur le passif de ses OPC peut être difficile à réaliser pour une société de gestion de portefeuille, *a fortiori*, lorsque les parts d'OPC sont au porteur.

Pour déterminer le schéma applicable, il est nécessaire de prendre en compte la forme juridique des parts de l'OPC concerné : titres au porteur ou au nominatif.

Les titres au porteur

Créée par la loi sur l'épargne du 17 juin 1987³⁰, il existe un mécanisme d'identification de l'investisseur : le titre au porteur identifiable (TPI).

Le TPI permet à tout émetteur (entreprise, etc.) de titres de connaître l'identité des détenteurs des titres au porteur via une interrogation auprès d'Euroclear France, en tant que dépositaire central d'instruments financiers, qui gère ce fichier.

L'enquête est ainsi réalisée par Euroclear France auprès des intermédiaires financiers détenant des titres d'un émetteur, à la demande de celui-ci, à une date donnée, et permet d'obtenir le nom ou la dénomination, la nationalité, l'année de naissance ou l'année de constitution et l'adresse postale et, le cas échéant, électronique des détenteurs de titres ainsi que la quantité de titres détenue par chacun d'eux et, le cas échéant, les restrictions dont les titres peuvent être frappés³¹.

Le coût de cette enquête est proportionnel au nombre de détenteurs identifiés, les intermédiaires financiers interrogés ainsi qu'Euroclear France étant rémunérés. L'émetteur peut réaliser une enquête exhaustive ou établir des seuils de nombre de titres par intermédiaire financier et/ou par détenteur

En vertu de l'article L. 211-5 du Code monétaire et financier, les organismes de placement collectif, qu'ils aient ou non la forme de société par actions, bénéficient de ce mécanisme.

En 2018, Euroclear France a réuni un certain nombre d'acteurs impliqués dans l'utilisation du mécanisme TPI afin de le faire évoluer.

À la suite de ces travaux, Euroclear France propose notamment d'enrichir les données transmises aux émetteurs au-delà de ce qu'exige la réglementation à savoir, l'indication si l'investisseur est un professionnel, le code d'activité (code APE) de l'investisseur (personne morale), la domiciliation fiscale et l'identification du distributeur.

L'AFG considère que ces propositions vont dans le bon sens. Néanmoins, elle considère que le coût lié à l'obtention des informations sur les détenteurs de titres via le mécanisme TPI est encore excessif pour les sociétés de gestion de portefeuille, en raison du nombre d'OPC qu'elles gèrent, et constitue en conséquence un frein au développement de ce mécanisme, peu pratiqué par les sociétés de gestion de portefeuille.

⁽³⁰⁾ Loi n° 87-416 du 17 juin 1987 sur l'épargne publiée au JORF du 18 juin 1987. Les dispositions sont aujourd'hui intégrées dans les articles L. 228-1 et suivants du Code de commerce.

⁽³¹⁾ Cf. Article L. 228-2 du Code de commerce.

Les titres au nominatif

Lorsque les titres sont au nominatif, le nom du propriétaire figure dans un registre tenu par l'émetteur ou un autre intermédiaire financier. Il existe deux formes de titres au nominatif :

- le nominatif administré : la gestion du compte titres est confiée à un intermédiaire financier par le propriétaire des titres nominatifs ;
- le nominatif pur : les titres sont inscrits directement et uniquement dans le registre tenu par l'émetteur (la SICAV ou la société de gestion de portefeuille pour un OPC), sauf mandat donné par ce dernier à un intermédiaire financier.

Ce n'est que lorsque les titres sont en nominatif pur que la société de gestion de portefeuille connaît l'identité des porteurs finaux de l'OPC. Dans les autres situations, elle n'a connaissance que de l'établissement financier teneur de compte. Concernant les OPC grand public, OPC émettant des parts au porteur, elle ne possède donc généralement pas l'information nécessaire lui permettant de connaître ses souscripteurs.

Aujourd'hui avec les nouvelles technologies du type *blockchain*, de nouveaux acteurs émergent. Il convient de citer à cet effet la société française Iznes créée en 2017 dont l'objet est d'être une plateforme paneuropéenne de tenue de registre des parts d'OPC inscrites dans un dispositif *blockchain*.

L'objectif d'Iznes est de permettre aux acteurs de l'industrie de fonds (investisseurs, sociétés de gestion, distributeurs, conseillers en gestion de patrimoine,...) d'accéder et de partager en temps réel toutes les informations relatives à la distribution des parts d'OPC.

Plus précisément, Iznes se propose de fournir aux acteurs concernés un accès facile et rapide aux parts de fonds : de l'entrée en relation avec les investisseurs (y compris gestion des procédures KYC), au passage d'ordres de souscriptions-rachats jusqu'au dénouement des opérations et à la restitution des positions.

La réglementation française a récemment évolué³² afin de permettre la représentation et la transmission, au moyen de la *blockchain*, des titres financiers qui ne sont pas admis aux opérations d'un dépositaire central ni livrés dans un système de règlement et de livraison d'instruments financiers.

Il est donc possible aujourd'hui en droit français d'avoir des parts d'OPC, revêtant la forme de titres au porteur ou bien de titres au nominatif, inscrites dans un dispositif *blockchain*.

Par ailleurs, le Règlement général de l'AMF n'impose plus l'enregistrement de l'intégralité d'une émission d'instruments financiers auprès d'un dépositaire central d'instruments financiers³³.

L'AFG salue aujourd'hui cette réforme réglementaire importante qui permet à un OPC français d'émettre une fraction de ses parts admises en Euroclear et une autre fraction de ses parts faisant l'objet d'une tenue de registre via la *blockchain*.

Ce nouveau régime et ces nouveaux acteurs posent aujourd'hui la question de l'interopérabilité entre Euroclear France et le ou les teneurs de registre de type *blockchain* au sein desquels des parts d'un même OPC français peuvent circuler.

⁽³²⁾ L'ordonnance n° 2017-1674 du 8 décembre 2017 relative à l'utilisation d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé pour la représentation et la transmission de titres financiers et modifiant les dispositions législatives du Code de commerce et du Code monétaire et financier a été publiée au JORF du 9 décembre 2017. Le décret d'application (Décret n° 2018-1226 du 24 décembre 2018 relatif à l'utilisation d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé pour la représentation et la transmission de titres financiers et pour l'émission et la cession de minibons) a été publié au JORF du 26 décembre 2018.

⁽³³⁾ L'arrêté du 23 octobre 2018 portant homologation de modifications du Règlement général de l'AMF, publié au JORF du 28 octobre 2018, a créé un nouvel article fixant le nouveau régime : l'article 560-1 bis.

La réponse à cette question est la suivante :

- soit le gestionnaire du passif de l'OPC consolide lui-même l'ensemble du passif de l'OPC en recevant les informations provenant des différents collecteurs (Euroclear France et / ou le ou les teneurs de registre de type *blockchain*) ;
- soit le teneur de registre de type *blockchain* récupère l'information auprès des autres collecteurs (Euroclear France, autre teneur de registre de type *blockchain*) et transmet l'information consolidée au gestionnaire de passif de l'OPC³⁴.

L'AFG considère l'interopérabilité entre les différents acteurs liés à la collecte des ordres de souscription/rachat de parts d'OPC, dépositaires centraux d'instruments financiers et autres collecteurs d'ordres sur parts d'OPC, comme un élément fondamental du développement de solutions de type *blockchain* en France et en Europe.

La gestion des *gates* et des *soft closes*

Autre sujet sur lequel il est nécessaire d'approfondir les réflexions et trouver une solution : la gestion des *gates* et des *soft closes* par ces différents collecteurs d'ordres de souscription/rachat sur parts d'OPC.

À ce jour, il n'y a pas de solution finalisée permettant de répondre aux besoins des sociétés de gestion de portefeuille.

L'AFG encourage donc l'ensemble des acteurs à travailler de concert afin de trouver une solution de place pour la gestion des *gates* et des *soft closes*.

II. 2 Promouvoir de nouveaux schémas opérationnels de Place

II. 2.1 Réfléchir à l'émergence de nouveaux acteurs pour les opérations financières soumises à compensation

Proposition 6

Initier une réflexion de Place sur l'opportunité de déployer une nouvelle chambre de compensation (CCP) basée en zone euro fournissant des services de compensation centrale sur les IRS et éventuellement sur d'autres produits connexes.

Les chambres de compensation ou contreparties centrales (CCP) jouent un rôle central dans le bon fonctionnement des marchés financiers.

Elles assurent la bonne fin des transactions financières et une gestion efficace du risque en devenant l'unique acheteur pour tous les vendeurs et l'unique vendeur pour tous les acheteurs. Grâce aux CCP, les participants de marché peuvent réduire leurs risques en compensant les flux de paiement résultant des contrats.

La robustesse des CCP repose essentiellement sur la constitution d'un pool de garanties financières par les participants eux-mêmes, plutôt que sur des fonds propres. En cas de défaillance d'un participant d'une CCP, celle-ci peut réaliser les garanties déposées par ce participant (sous la forme d'espèces ou d'autres types d'actifs) et utiliser une partie des garanties déposées par les autres participants (ce que l'on appelle le fonds de défaut).

⁽³⁴⁾ La société Iznes propose ce type de service mais pas Euroclear France.

En réponse à la crise financière de 2008, les régulateurs ont décidé, lors du sommet du G20 de Pittsburgh en 2009, de promouvoir fortement l'utilisation des CCP au sein des activités financières.

En particulier, ils se sont engagés à rendre obligatoire le recours à une CCP pour les contrats dérivés négociés de gré-à-gré suffisamment standardisés, à savoir certains swaps de taux d'intérêt (IRS) et dérivés de crédit (CDS).

En Europe, cet engagement du G20 s'est traduit par le règlement EMIR et ses textes d'application qui prévoient désormais l'entrée en vigueur progressive de l'obligation de compensation applicable à certains contrats de dérivés, pour les banques mais également pour plusieurs catégories d'acteurs (sociétés de gestion, sociétés d'assurance, sociétés commerciales, etc.).

Or, les CCP existantes se sont construites essentiellement comme des outils de gestion du risque interbancaire, destinées avant tout à répondre aux besoins de grandes banques d'investissement internationales, en particulier sur le segment des IRS. Il en résulte des procédures opérationnelles, des modèles de risque, des mécanismes de garantie financière, une gouvernance et des politiques de prix de ces CCP qui peuvent poser plusieurs difficultés dans le contexte actuel :

- **Premièrement**, il est aujourd'hui très difficile pour un client final de se passer de l'intermédiation bilancielle d'une banque pour accéder à une CCP, car les participants directs aux CCP doivent contribuer à des fonds de défaut mutualisés (ce qui est juridiquement impossible pour certains clients finaux, par exemple les sociétés de gestion) ou honorer des appels de marge en cash plutôt qu'en titres (ce qui suppose une transformation du collatéral pour certains clients finaux ne disposant pas suffisamment de cash). Cette intermédiation entraîne un coût très conséquent pour les clients finaux car l'adhérent compensateur doit rémunérer ses fonds propres soumis à des exigences réglementaires (ratio de levier, de liquidité, etc.). Ce coût a d'ailleurs conduit les régulateurs à exempter certaines catégories de clients finaux (les fonds de pension) de l'obligation de recourir à une CCP.
- **Deuxièmement**, les services d'adhérent compensateur, compte tenu de la consommation de fonds propres évoquée ci-dessus, semblent être le fait d'un nombre décroissant de banques. Ceci crée un risque de concentration tant pour les CCP (dont les participants sont toujours en plus petit nombre) que pour les clients finaux (en cas de défaillance de son adhérent compensateur, la probabilité pour une société de gestion de trouver un suppléant est de plus en plus faible).
- **Troisièmement**, la gouvernance des CCP intègre peu les clients finaux, ce qui empêche ceux-ci de faire valoir leurs contraintes et leurs besoins de manière organisée auprès des CCP.
- **Quatrièmement**, l'appareillage technologique de ces CCP a été pensé pour permettre la connexion d'un petit nombre de grands acteurs sophistiqués (les banques d'investissement) plutôt qu'un grand nombre d'acteurs divers, allant des banques aux sociétés de gestion.

Pour résoudre ces difficultés importantes qui créent un véritable frein à l'utilisation des CCP par les clients finaux, pourtant promue à juste titre par les régulateurs, deux approches existent : faire évoluer les CCP existantes ou créer une nouvelle CCP.

La création d'une nouvelle CCP a longtemps été vue comme une entreprise extrêmement complexe, nécessitant des investissements très importants. Or, il se trouve que les progrès technologiques récents, en particulier en matière de *blockchain*, permettent d'abaisser considérablement le coût de construction et de maintenance d'une infrastructure pouvant à la fois être très sécurisée et aisément accessible à un grand nombre d'acteurs.

D'autre part, l'évolution des CCP existantes se heurte à des obstacles de gouvernance et de gestion de l'existant qui sont extrêmement lourds, sans compter que le *Brexit* crée une incertitude forte sur le devenir des acteurs basés à Londres et peut engendrer à moyen terme la création d'un quasi-monopole en Europe continentale.

L'AFG soutient le lancement d'une réflexion de Place sur l'opportunité de déployer une nouvelle CCP basée en zone euro qui fournirait des services de compensation centrale sur les IRS et potentiellement sur d'autres produits connexes (*repo* par exemple, à des fins de gestion de la liquidité).

Cette nouvelle CCP pourrait :

1. Permettre un accès simple et peu coûteux aux banques mais également aux clients finaux (avec cependant la possibilité pour ceux qui le souhaite de conserver leur adhérent compensateur) ;
2. Disposer d'un modèle de risque ne forçant pas ces derniers à contribuer à des fonds de défaut tout en respectant la réglementation EMIR ;
3. Intégrer pleinement les clients finaux à la gouvernance ;
4. Disposer d'un dispositif opérationnel permettant un mouvement simple et efficace du collatéral de l'ensemble des participants (cash et titres) ;
5. Reposer, lorsque c'est opportun, sur les technologies nouvelles permettant de réduire autant que possible le coût initial de construction de l'infrastructure ainsi que son coût de maintenance.

Une telle CCP pourrait présenter un intérêt sur toute la chaîne des intervenants aux opérations de compensation à savoir, les clients finaux (puisqu'elle réduirait significativement leur coût d'accès à ces marchés des produits financiers compensés) et les adhérents compensateurs (puisqu'elle leur offrirait l'opportunité de réduire leurs coûts en fonds propres). Elle répondrait par ailleurs à l'injonction des régulateurs de faire de la compensation un mécanisme central de gestion des risques de marché et contribuerait de ce fait à répondre pleinement aux objectifs du G20 de Pittsburg.

II. 2.2 Les données, le pétrole de l'industrie financière ?

Proposition 7

Promouvoir la mise en place d'une régulation européenne plus stricte des fournisseurs d'indices et de données ainsi que des agences de notation.

Proposition 8

Soutenir les alternatives à la prédominance des fournisseurs d'indices et de données : indice construit par les sociétés de gestion, mise à disposition par l'AMF d'un socle de données, création d'un référentiel de Place.

Parfois rares et souvent très chères, les données financières constituent aujourd’hui un élément indispensable à l’industrie.

Que ce soient les cours, les indices ou la notation des agences, les données ont pris une importance croissante et une nouvelle dimension durant ces dernières années souvent sous l’impulsion de la réglementation.

Longtemps limitées aux seuls besoins de gestion permettant à la fois l’optimisation des stratégies d’investissement et une juste valorisation des actifs, les données financières permettent maintenant de mieux répondre aux exigences réglementaires et à la nécessaire transparence de l’information due aux investisseurs.

Dans le domaine réglementaire, on peut citer sans être exhaustif :

- la mise en œuvre des reportings AIFM, PRIIPs,
- la mise en place de MIFID 2 début 2018,
- la fourniture pour les clients assureurs et mutuelles des éléments nécessaires au reporting Solvabilité 2,
- la réglementation des fonds monétaires qui impose notamment des niveaux de notation minimum pour les investissements,
- le règlement *benchmark*.

À ces objectifs réglementaires qui, pour être remplis de manière efficace, nécessitent la mise à disposition dans un délai bref de données de qualité, il faut ajouter la délivrance de reportings commerciaux avec des données de plus en plus détaillées. La présentation de ces données doit permettre ainsi aux acheteurs de trouver le produit adéquat, c’est-à-dire celui qui correspond le mieux à leurs attentes et à leurs objectifs de placement.

Or, l’ensemble de ces données doit être collecté par les acteurs de marché (*buy-side* comme *sell-side*) sur les places de marché.

Dès lors, dans la mesure où ces données de marché, qui pourtant sont bien souvent des “biens publics”, ne sont pas fournies par des systèmes centralisés de publication produits et administrés par des acteurs publics, les acteurs de marché *buy-side* comme *sell-side* doivent aller les chercher, en les payant, auprès de prestataires privés (bourses, prestataires de données proprement dits, fournisseurs d’indices). De fait, ces prestataires privés, généralement d’origine anglo-saxonne, sont très souvent dans une position d’oligopole.

C’est dans ce contexte qu’évoluent les fournisseurs d’indices et de données, profitant de ces circonstances qui leur sont favorables pour imposer parfois des tarifs excessifs et des conditions d’utilisation de leurs données pour le moins complexes à déchiffrer et ce, souvent au détriment des sociétés de gestion et *in fine* de leurs clients.

L’AFG a réagi face à cette situation en soutenant des initiatives de Place telles que celle du Club AMPERE et, sur le plan européen, celle de FinDatex qui ont conduit à définir des fichiers normés pour l’alimentation des reportings AIFM, Solvabilité 2 ou encore PRIIPs. C’est ainsi qu’ont été créés les fichiers EMT (European Mifid Template), EPT (European Priips Template) et TPT (format tripartite pour le reporting Solvabilité 2) qui ont reçu également l’appui des associations professionnelles internationales consoeurs de l’AFG (BVI, ICMA, EFAMA, Assogestioni, DUFAS et VÖIG). La normalisation des données souhaitée par l’ensemble des acteurs de la gestion d’actifs permet ainsi des économies d’échelle et une circulation simplifiée de l’information financière tant au niveau national qu’international.

L'AFG est bien entendu tout à fait favorable à soutenir de telles initiatives de Place. Elle sait également être proactive dans le domaine.

Grâce au soutien de ses adhérents et dans le cadre d'un groupe de travail spécialisé, l'AFG a construit et fait vivre une table de *spreads* dont les résultats sont mis à disposition des sociétés de gestion. Cette table a pour objectif d'aider les sociétés de gestion dans le cadre du calcul des frais de transaction implicites requis par PRIIPS en attendant la mise en œuvre du calcul plus complexe des frais dits "*full PRIIPS*".

De manière plus générale, pour faire face à cette situation qui place souvent les fournisseurs d'indices et de données dans une position quasi incontournable, et même d'oligopole³⁵, l'AFG propose plusieurs pistes de réflexion.

Tout d'abord, l'AFG appelle les fournisseurs à plus de transparence et de coopération avec les sociétés de gestion. Pour que l'industrie financière soit la plus compétitive possible, il faut que l'ensemble des acteurs de la chaîne joue le jeu et se positionne plus en partenaire que dans une simple relation client-fournisseur. Ce juste équilibre profitera à tous y compris aux investisseurs qui bénéficieront ainsi d'une donnée financière de qualité à un coût en relation avec la valeur ajoutée apportée – tel qu'il est en théorie déjà imposé par les textes européens (cf. réglementation MIF).

Ensuite, l'AFG, dans un souci de transparence des marchés, souhaite un renforcement de la régulation des fournisseurs d'indices et de données ainsi que des agences de notation, par les autorités de tutelle et par une révision des textes législatifs européens concernés (notamment la réglementation MIF à l'occasion de la prochaine MiFID Review)³⁶. Cette demande s'inscrit dans un souci de maîtrise des informations utilisées pour la gestion et communiquées ensuite aux investisseurs, de leur qualité et également de meilleure maîtrise des coûts d'accès aux données lesquels, *in fine*, grèvent la performance obtenue pour le compte des investisseurs. Il est important sinon essentiel que les sociétés de gestion puissent être sécurisées au maximum dans leur gestion et leurs relations avec leurs clients, ainsi que dans la maîtrise de leurs coûts d'accès aux données externes. À titre de comparaison, notons à cet égard que les États-Unis, et en particulier la Securities and Exchange Commission (SEC) ont initié en 2018 des travaux relatifs à l'accès et au coût des données financières.

L'AFG appelle les acteurs du marché français à s'organiser pour réfléchir et proposer des alternatives à la prédominance des fournisseurs d'indices et de données. Dans le prolongement de ce qui a pu être déjà envisagé, pourquoi par exemple ne pas mettre en place une famille d'indices construite par les sociétés de gestion elles-mêmes, pour autant que celle-ci soit reconnue par le régulateur dans le cadre des directives qui régissent le cadre de la profession. L'AFG soutient également l'initiative que pourrait prendre l'AMF, de mise à disposition des acteurs du marché d'un socle de données issues du *data lake* constitué par BIO 3. Une autre piste serait la création de référentiels de Place dont l'AFG avait déjà soutenu la mise en œuvre qui, avec l'utilisation des nouvelles technologies, permettraient un partage sécurisé et à des coûts raisonnables de données de qualité au profit de l'industrie tout entière.

⁽³⁵⁾ Cf. par exemple les Bourses pour les données de leurs propres marchés, le CUSIP bureau pour les ISIN de valeurs US ou les prestataires de type Bloomberg pour les données générales de marché.

⁽³⁶⁾ Les régulateurs européens sont conscients de ce problème : l'ESMA a souligné dans son rapport Supervisory Convergence de février 2019 l'importance de « détecter et traiter les nouvelles questions émergentes, par exemple en ce qui concerne la fourniture de données de marché sur une base commerciale raisonnable ». Par conséquent, parmi les défis posés par la mise en œuvre de la réglementation MIFID II et MiFIR, l'ESMA souhaite développer des orientations de niveau 3 sur une base commerciale raisonnable.

II. 3 Faciliter la croissance des PME et ETI

II. 3.1 Créer les conditions de développement du nombre de licornes en France

Proposition 9

Favoriser le développement de fonds “d’accélération” par la mobilisation des parties prenantes (investisseurs institutionnels et individuels, autorités publiques et normalisateurs comptables).

La question de l’accompagnement des entreprises du statut de “*start up*” à celui d’entreprise de taille intermédiaire (ETI) puis de grand groupe, est un sujet qui a fait l’objet de nombreux rapports et propositions. Souvent le sujet est traité par le biais de la problématique du financement. Or, il ne peut pas se réduire à cela. Alors que les créations d’entreprise n’ont jamais été aussi fortes en France ces dernières années, le taux de mortalité de ces entreprises créées ne baisse pas, tandis que le nombre et la qualité des introductions en bourse, lui, ne cesse de décliner. Il y a un véritable sujet sur le développement et la croissance de ces toutes jeunes entreprises. Nombre de raisons peuvent expliquer cet état de fait : systèmes de financement non adaptés, stratégie des grands groupes, formation-éducation financière des entrepreneurs, volonté des dirigeants de PME, successions, difficulté de développement à l’international, complexité de l’accès aux marchés financiers.

Les mesures prises ces dernières années en matière de financement des PME portent leurs fruits, le développement des encours de financement via les acteurs publics (BPI France), les fonds de dettes privées et les fonds d’actions non cotées (*Private Equity*) ou bien via les placements privés ne cessent de croître sans que pour autant le recours au crédit bancaire classique ne diminue significativement. Si de manière générale le financement par la dette ne semble pas soulever de problème spécifique, en revanche, pour le financement par capitaux propres (actions ou titres assimilés), la situation est beaucoup plus mitigée.

Si les *start-up* arrivent globalement à trouver des investisseurs en capitaux propres (actions ou titres assimilés) dans leur première levée de fonds (famille, *business angels*, *family offices*, fonds de *capital venture*), il est rare de voir des investisseurs institutionnels ou le grand public venir, dans cette première phase de levée de fonds, au capital de ces entreprises, même si l’action et l’implication de BPI France est forte dans ce domaine et que quelques plateformes de *crowdfunding* y participent. Souvent ces initiatives d’investisseurs institutionnels proviennent d’enveloppes d’investissement dites “innovation”. Les montants alloués sont faibles au regard des enjeux, ce qui laisse beaucoup de place aux fonds de *capital venture* dont l’objectif premier est de maximiser la plus-value de revente et de minimiser la durée de détention. La stratégie industrielle de moyen long terme n’est, par définition, pas leur priorité. Pour les particuliers, trop souvent ce type d’investissement est plus guidé par des considérations fiscales que par des considérations d’actionnaires qui sont présents pour accompagner l’entreprise dans son développement. Ce qui pose la problématique du second ou troisième tour de table capitalistique, celui qui est sensé amener l’entreprise vers le capital développement puis peut-être l’introduction en bourse.

La question posée est donc de tenter de trouver les moyens qui permettraient à ces jeunes entreprises de trouver l’écosystème qui répondrait à la fois à cette volonté entrepreneuriale et en même temps à cette nécessité économique de faire croître un tissu plus nourri d’ETI de taille (en chiffres d’affaires) suffisamment conséquentes pour peut-être envisager un financement par le marché boursier.

Une piste pourrait être de favoriser le développement de structures de type accélérateurs (“*late stage*” en anglais). Ces structures, qui peuvent être des investisseurs en direct ou des fonds d’investissement ont pour rôle de prendre le relais des “*business angels*” ou des fonds de *capital venture* et d’accompagner l’entreprise et l’entrepreneur vers la phase de développement. C’est un moment crucial pour la “*start up*” entre la vérification de la fiabilité du business case et la réalisation du business plan, c’est-à-dire à l’arrivée des premiers euros de chiffre d’affaires. Ce rôle doit aussi être accepté par l’entrepreneur comme un accompagnement pour l’amener à structurer son entreprise, donner confiance aux prospects pour qu’ils deviennent clients et à d’autres investisseurs pour la fiabilité du projet à long terme. Il y a trop de structures de cette nature aujourd’hui et trop peu d’investisseurs prêts à investir dans ce type de fonds.

II. 3.2 Créer les conditions de développement du nombre de PME et ETI cotées en France

Proposition 10

Faciliter l’accès aux marchés financiers pour les entreprises de taille moyenne en augmentant de manière significative le seuil de capitalisation boursière prévu dans la directive MIF II.

Proposition 11

Modifier les règles de la directive MIF II qui impactent le financement de la recherche en appliquant pour les PME et les sociétés de gestion de petite taille un principe de proportionnalité au régime des “*inducements*”.

Proposition 12

Avoir la possibilité de demander des rescrits accélérés quand des questions de comptabilité fiscale se posent.

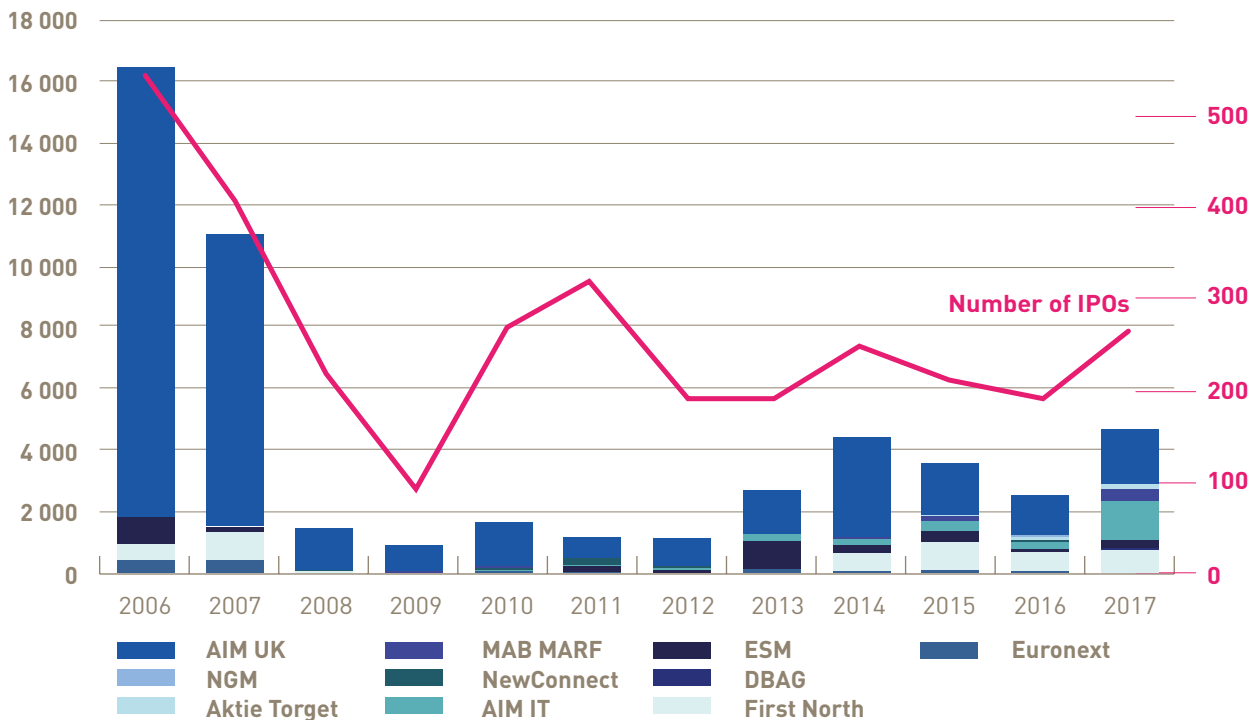
a) État des lieux

La situation

Selon le rapport de la Commission européenne publié en mai 2018³⁷, les marchés publics européens des PME peinent à attirer les émetteurs. Depuis la crise financière de 2008, le nombre des premières offres publiques sur des SMN dédiés aux PME a été divisé par deux (478 introductions en bourse en moyenne par an en 2006 et 2007, contre 218 entre 2009 et 2017). En ce qui concerne les montants levés, ceux-ci ont été divisés par cinq (13,8 milliards d’euros par an en moyenne ont été levés en 2006 et 2007 contre 2,55 milliards d’euros par an en moyenne sur la période 2009 – 2017).

⁽³⁷⁾ Rapport de la Commission européenne du 24 mai 2018 intitulé “Commission staff working - document impact assessment – Accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulations (EU) No 596/2014 and (EU) 2017/1129 as regards the promotion of the use of SME growth markets”.

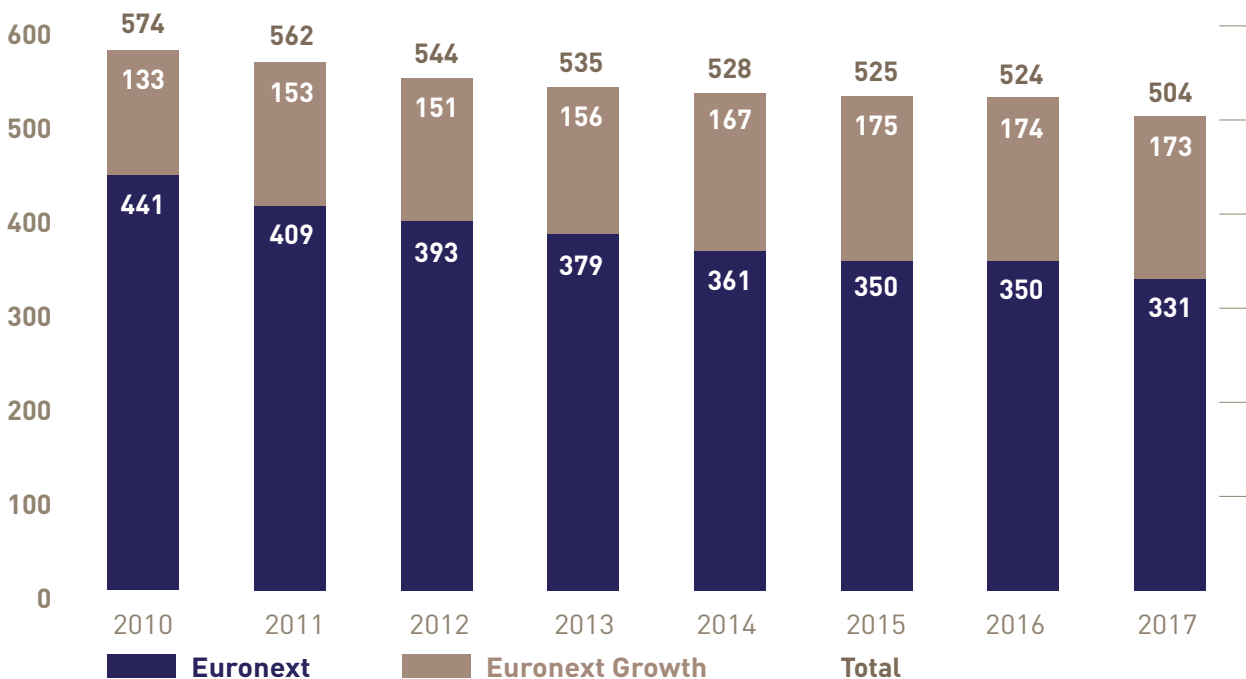
IPO values, number of IPOs, average capitalisation and average number of listed companies on European junior markets



Source : Commission data on European SME-dedicated MTFs collected directly from securities exchanges.

Sur la Place de Paris, le marché des PME-ETI cotées reste très faible : il n’y avait en 2017 que 504 PME et ETI résidentes en France cotées sur les marchés Euronext et Euronext Growth, avec une baisse annuelle faible mais régulière du nombre de sociétés cotées³⁸ (voir figure ci-dessous).

Les PME-ETI résidentes en France cotées sur la Place de Paris



Source : Euronext

⁽³⁸⁾ Voir rapport annuel 2017 de l’OFEM (Observatoire du financement des entreprises par le marché).

Les causes

Les facteurs expliquant ce faible nombre de cotations de PME et ETI en France sont multiples :

- **L'abondance des sources de financement alternatives**

Le nombre relativement faible de PME cherchant à faire admettre leurs actions ou obligations sur des marchés financiers peut s'expliquer par l'abondance de sources de financement alternatives dans un environnement de taux bas, telles que le crédit bancaire, le capital investissement, les fonds de prêt, le financement participatif en fonds propres et prêts ou les placements privés par emprunt. Ces canaux de financement concernent différents types d'émetteurs et différents stades de développement.

- **Les coûts liés à la cotation et de mise en conformité**

Lorsqu'une PME est cotée, elle supporte deux catégories de coûts :

- les coûts directs liés à l'entrée en bourse (au stade de l'introduction en bourse ou de l'emprunt obligataire coté – IBO) et au maintien de la cotation en bourse, via des honoraires versés à plusieurs fournisseurs de services (tels que les intermédiaires financiers, auditeurs, conseillers juridiques, spécialistes de la communication...)
- les coûts indirects de mise en conformité liés au respect des exigences réglementaires.

Ces coûts de cotation et de mise en conformité sont souvent considérés comme dissuasifs par les PME et ETI. En effet, ils peuvent représenter jusqu'à 15 % de l'opération³⁹.

- **Une réglementation importante et complexe**

La complexité et le volume des règles applicables, notamment celles relatives à la réglementation abus de marché, rendent difficiles leur compréhension par les émetteurs. Ainsi, les PME peuvent ne pas avoir l'expertise ou l'expérience nécessaires pour comprendre et respecter leurs obligations, faisant peser un risque de non-conformité de l'opération sur les épaules de l'émetteur, et refuser en même temps le recours à des conseils juridiques externes en raison de leurs coûts.

Certains marchés imposent néanmoins un *"listing sponsor"*, à l'instar d'Euronext Growth, Euronext Access et Euronext Access +.

À titre d'illustration de la lourdeur réglementaire, un tableau présentant les obligations des émetteurs sur Euronext et Euronext Growth à la date du 21 juillet 2018 est mis en annexe (voir annexe 3).

- **La crainte de ne pas connaître ses actionnaires**

La crainte de ne pas connaître ses actionnaires et donc d'avoir dans son capital et aux assemblées des actionnaires ne partageant pas la stratégie des dirigeants (si ce n'est après l'introduction en bourse, du moins à long terme), en particulier pour les entreprises familiales, peut également contribuer au faible nombre de PME et ETI souhaitant être admises.

- **Le manque de connaissance des filières de financement par les dirigeants d'entreprise**

Il est reconnu que le manque d'éducation et de sensibilisation des dirigeants d'entreprise aux différentes sources de financement limite également le nombre d'entreprises souhaitant être cotées.

Ce manque d'éducation et de sensibilisation des dirigeants est à conjuguer avec l'absence de compétences nécessaires (en interne ou en externe) pour faire face au processus d'émission sur

⁽³⁹⁾ Cf. Réponse de l'AMF à la consultation publique de la Commission européenne sur une réglementation proportionnée pour soutenir la cotation des PME de décembre 2017.

les marchés financiers. Or, lorsqu'une société souhaite faire admettre ses actions ou obligations sur des marchés financiers, elle doit disposer d'un ensemble de compétences lui permettant d'évaluer le bien-fondé du financement recherché par rapport à son modèle d'entreprise, d'évaluer les options, de répondre aux exigences du marché financier visé et à l'ensemble de la réglementation qui lui est applicable⁴⁰.

Il résulte de cette situation que peu de sociétés ayant le potentiel d'accéder aux marchés financiers sont conscientes des avantages (et des coûts) à court et à long terme d'une cotation de leurs actions ou obligations. Il ne s'agit pas seulement d'un manque de connaissance et de compréhension des instruments financiers (actions et obligations cotées) mais également d'un manque de connaissance sur la manière dont ces différentes options de financement peuvent répondre à différents besoins de financement à des stades spécifiques du cycle économique de l'entreprise.

- **Le manque d'investisseurs**

Le volume d'investissement des investisseurs institutionnels et des particuliers ainsi que leur nombre sur les titres des PME restent faibles. Plusieurs facteurs peuvent expliquer cette situation, tels que les barrières réglementaires aux investissements dans les PME, le manque de visibilité des PME pour les investisseurs, la faible liquidité des marchés dédiés aux PME⁴¹ et le manque d'incitations fiscales.

b) Initiatives actuelles et propositions de l'AFG

- **Améliorer la connaissance des marchés financiers et de la réglementation associée**

Il est nécessaire d'accroître la connaissance des dirigeants d'entreprise concernant les règles applicables aux marchés financiers. Sans cela, le nombre d'entreprises cherchant à se faire coter restera limité.

Des initiatives sont prises, aujourd'hui, pour aider les dirigeants d'entreprise souhaitant recourir aux marchés financiers. Elles consistent notamment au recours obligatoire à des conseillers clés ("*Key advisors*" ou "*Listing sponsor*") ayant pour fonction :

- d'accompagner les futurs émetteurs en leur fournissant des conseils techniques pour leur admission à la négociation (et tout au long de leur cotation) et en les aidant à gagner en visibilité et en liquidité ;
- de réduire les asymétries d'information et permettre l'établissement d'une relation fiable et stable entre les émetteurs et les investisseurs ;
- de maintenir la réputation et l'intégrité des marchés financiers.

Euronext a créé le statut de "*listing sponsor*" qui est un acteur clé pour les entreprises et les investisseurs mais aussi l'interlocuteur principal d'Euronext : avant toute cotation, le *listing sponsor* s'assure que la société réunit tous les critères requis pour être cotée et qu'elle répond aux obligations d'information et de publication.

La désignation d'un *listing sponsor* par l'émetteur est obligatoire pour l'admission à la cotation sur Euronext Growth, Euronext Access + et Euronext Access. En outre, les sociétés cotées sur Euronext Growth ou Euronext Access + doivent avoir un *listing sponsor* sur une base permanente pendant toute la durée de leur cotation.

⁽⁴⁰⁾ Ces compétences nécessaires comprennent principalement la comptabilité, les rapports financiers, la planification des activités, les prévisions, la budgétisation, les capacités de relation avec les investisseurs, la planification fiscale et la connaissance du contexte réglementaire.

⁽⁴¹⁾ Certains SMN dédiés aux PME ont une très faible liquidité, avec un taux de rotation compris entre 0 et 5 % (cf. Rapport de la Commission européenne du 24 mai 2018 op.cit.).

Les coûts engendrés par une telle obligation ne sont pas nuls mais semblent acceptables pour la plupart des émetteurs au regards des pratiques de marché actuelles, avec des frais allant en moyenne de 5 000 euros par an pour un service de base à 20-25 000 euros pour un service incluant un travail annuel de recherche⁴².

Cette exigence facilite la courbe d'apprentissage de l'émetteur vis-à-vis des besoins et des habitudes du marché, notamment en ce qui concerne les interactions régulières avec les investisseurs, la communication normalisée, réactive et pertinente au marché (préparation de communiqués de presse, *roadshows*, etc.) et l'appropriation des règles relatives aux abus de marché.

Des initiatives d'organismes publics ou privés ont également été lancées afin d'accompagner les dirigeants d'entreprise.

Il convient à cet effet, de citer les deux initiatives d'Euronext :

- le programme "*TechShare*" : programme paneuropéen présent dans huit pays permettant de familiariser les dirigeants de sociétés Tech aux marchés financiers. Ce dispositif pédagogique vise à permettre aux entrepreneurs de juger de l'opportunité d'une introduction en bourse au regard de leurs projets de développement et de s'y préparer en amont⁴³ ;
- le programme "*FamilyShare*" : programme d'accompagnement de 6 à 12 mois permettant aux dirigeants, actionnaires ou membres de la famille de mieux appréhender les marchés financiers, les problématiques de transmission et d'indépendance.

On doit également citer l'initiative de l'AMF destinée à accompagner les PME et ETI. Annoncée dans son plan stratégique 2018-2022, l'AMF a constitué, en 2018, une équipe pluridisciplinaire et transversale d'une dizaine de collaborateurs pour accompagner spécifiquement les PME et les ETI. Cette *task force* a pour mission de rencontrer, dans toute la France, les PME et ETI qui le souhaitent ainsi que d'organiser des ateliers présentant notamment les principales obligations de la réglementation financière.

Contribuent à cet effort d'amélioration de la connaissance des marchés financiers par les dirigeants d'entreprise, la publication de documents pédagogiques par l'AMF et les associations professionnelles (exemple : publication, le 2 février 2017, par l'AFG, l'AMF et la SFAF d'un document intitulé "*Communication financière des valeurs moyennes : mieux comprendre les attentes des analystes financiers et des investisseurs professionnels*").

L'AFG soutient toutes ces initiatives permettant une meilleure connaissance des marchés financiers et de la réglementation associée par les dirigeants d'entreprise.

• Alléger la réglementation et réduire les coûts de mise en conformité pour les sociétés

Lorsqu'un dirigeant d'entreprise souhaite faire coter son entreprise, un certain nombre de textes européens s'appliquent : directive et règlement MIF II, règlement abus de marché, règlement prospectus, directive transparence, directive droit des actionnaires, directive publication d'informations non financières,...

Afin de faciliter la cotation des PME, la Commission européenne a publié le 24 mai 2018 deux propositions de texte⁴⁴ dont l'objectif est de réduire les formalités administratives des PME qui

⁽⁴²⁾ Cf. Réponse de l'AMF à la consultation publique de la Commission européenne sur une réglementation proportionnée pour soutenir la cotation des PME de décembre 2017 *op.cit.*

⁽⁴³⁾ 145 entreprises ont participé à ce programme depuis 2015 et 4 participants au programme *TechShare* ont réalisé une introduction en bourse sur la période 2017-2018.

⁽⁴⁴⁾ Proposition de règlement de la Commission européenne « modifiant le règlement (UE) n° 596/2014 et le règlement (UE) 2017/1129 en ce qui concerne la promotion du recours aux marchés de croissance des PME ». Proposition de règlement de la Commission européenne « modifiant le règlement délégué (UE) 2017/565 de la Commission en ce qui concerne certaines conditions d'enregistrement afin de favoriser l'utilisation des marchés de croissance des PME aux fins de la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil » (texte adopté par la Commission européenne le 13 décembre 2018).

souhaitent accéder à la cote et émettre des titres sur une nouvelle catégorie de plateforme de négociation spécialisée dans les petits émetteurs : les “marchés de croissance des PME”⁴⁵.

Les principales modifications proposées par les deux projets de règlement concernent :

- l’adoption d’un nouveau délai pour la publication par les émetteurs des transactions effectuées par les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes au sein des émetteurs et les personnes ayant un lien étroit avec elles (2 jours à compter de la date de leur notification par ces personnes) ;
- la tenue d’une simple liste d’“initiés permanents” en lieu et place de la tenue d’une liste d’initiés *ad hoc* pour chaque information privilégiée ;
- la justification, uniquement sur demande, de la publication différée d’informations privilégiées (sans obligation de tenir un relevé des informations différées) ;
- l’exemption du régime de sondages de marché pour les placements privés obligataires auprès d’investisseurs qualifiés lorsque notamment une autre procédure de *wall-crossing* (communication restreinte d’informations privilégiées) est en place ;
- la création d’un régime européen de contrat de liquidité pour les émetteurs d’actions sur les marchés de croissance des PME ;
- la création d’un “prospectus de transfert” allégé pour les émetteurs des marchés de croissance des PME, cotés depuis au moins trois ans, qui demandent à être admis sur un marché réglementé ;
- la qualification de PME pour les émetteurs de titres de créance si la valeur nominale de leurs émissions de titres de créance au cours de l’année civile précédente sur toutes les plateformes de négociation au sein de l’Union européenne ne dépasse pas 50 millions d’euros ;
- la liberté laissée aux opérateurs des marchés de croissance des PME d’exiger, ou non, des PME qui n’émettent que des instruments de créance, la production de rapports semestriels.

Si l’AFG considère que ces propositions vont dans le bon sens, d’autres pourraient être faites afin de réduire la charge que représente la conformité à la réglementation applicable aux sociétés cotées :

- faciliter l’accès aux marchés financiers pour les entreprises de taille moyenne : alors que les marchés de croissance des PME jouent certainement un rôle central dans la facilitation de l’accès au capital pour les PME, l’AFG considère que davantage de réformes sont nécessaires pour faciliter l’accès des entreprises de taille moyenne aux marchés financiers (l’AFG est favorable à une augmentation significative du seuil de capitalisation boursière de 200 millions d’euros définissant les PME, dans le cadre de la directive MIF II, à 1 milliard d’euros).
- modifier les règles de la directive MIF II impactant le financement de la recherche : l’entrée en vigueur de la directive MIF II a considérablement modifié le modèle de financement de la recherche pour les marchés actions. Désormais, la recherche doit être payée par les utilisateurs concernés indépendamment des transactions qu’ils ont effectuées avec leurs courtiers. Selon une analyse de place, le montant total versé pour la recherche diminue considérablement et continuera à diminuer dans les années à venir et, partant, l’offre de recherche destinée aux PME⁴⁶. Or, la recherche joue un rôle central pour attirer les

⁽⁴⁵⁾ Les marchés de croissance des PME sont des SMN dont 50 % au moins des émetteurs sont des PME.

⁽⁴⁶⁾ Le communiqué de presse commun du 27 novembre 2018 de l’AFG, l’af2i, l’AMAFI, le Cliff, Euronext, le MEDEF, Paris Europlace et la SFAF a eu pour objet d’alerter les pouvoirs publics sur “l’insuffisance de couverture des valeurs moyennes et petites” qui constitue une faiblesse structurelle de la Place de Paris. « Cette situation tend à se dégrader : 3 analystes en moyenne suivent les valeurs dont la capitalisation est comprise entre 150 millions et 1 milliard d’euros contre 5 trois ans auparavant. Près de 40 % des sociétés cotées moyennes et petites ne sont suivies par aucun ou un seul analyste ».

entreprises, en particulier les PME, et les investisseurs sur les marchés financiers. En conséquence, l'AFG considère que la directive MIF II devrait être modifiée afin d'appliquer pour les PME et les sociétés de gestion de portefeuille de petite taille le principe de proportionnalité concernant le régime applicable à la perception ou le versement d'incitations ou d'avantages (régime des "inducements") ;

- possibilité de demander des rescrits accélérés quand des questions de comptabilité fiscale se posent : les sociétés ont souvent besoin de lever les ambiguïtés concernant la comptabilisation fiscale, ce qui nécessite de recourir à des provisions fiscales. L'idéal serait donc que les entreprises demandent directement à l'administration fiscale d'arbitrer auprès d'un service qui leur serait dédié.

L'AFG soutient les mesures proposées dans la loi PACTE relatives à la simplification de l'accès des entreprises aux marchés financiers⁴⁷ :

- un rehaussement du seuil d'établissement du prospectus pour les opérations d'un montant supérieur à 8 millions d'euros ;
- un abaissement du seuil de retrait obligatoire concernant les offres publiques ;
- une amélioration de l'accessibilité du droit des sociétés : une division spécifique du Code de commerce sera consacrée aux sociétés cotées et certaines dispositions issues de la législation européenne relative aux marchés financiers seront transférées dans le Code monétaire et financier.

- **Accroître le nombre d'investisseurs**

L'AFG estime que les dispositions prévues dans la loi PACTE vont dans le bon sens en introduisant un certain nombre de mesures permettant de dynamiser le développement du PEA-PME et d'accroître le nombre d'investisseurs ainsi que les montants investis⁴⁸. Parmi ces nouvelles mesures, il est à mentionner :

- l'augmentation du plafond des versements du PEA-PME ;
- l'introduction d'un seuil d'inertie de 5 ans en matière de capitalisation boursière, pour accompagner la croissance des "licornes" ;
- l'assouplissement du critère de détention du capital de l'émetteur par une personne morale ;
- le plafonnement des frais de tenue de compte et de transfert.

- **Permettre une meilleure connaissance de ses actionnaires**

L'AFG estime que la directive sur le droit des actionnaires⁴⁹, transposée dans la loi PACTE⁵⁰, va améliorer la connaissance des actionnaires par les sociétés cotées.

En effet, elle permet aux émetteurs cotés européens d'identifier leurs actionnaires, sous réserve de l'option permettant aux États membres de limiter ce droit d'identification aux seuls actionnaires dépassant un seuil de détention au plus égal à 0,5 % du capital ou des droits de vote.

La directive oblige les intermédiaires à communiquer sans délai, le cas échéant en remontant la chaîne d'intermédiaires, à l'émetteur qui en fait la demande les informations relatives à l'identité de ses actionnaires.

⁽⁴⁷⁾ Voir article 75 de la loi PACTE.

⁽⁴⁸⁾ Voir articles 89 et suivants de la loi PACTE.

⁽⁴⁹⁾ Directive (UE) 2017/828 du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires publiée au JOUE du 20 mai 2017.

⁽⁵⁰⁾ Voir l'article 198 de la loi PACTE.

III. Revoir le cadre juridique et réglementaire

Le Rapport FROG a permis des avancées significatives en termes de compétitivité depuis octobre 2016. Néanmoins, le monde de la gestion ainsi que son environnement concurrentiel ont bien évolué depuis. En outre, toutes les mesures proposées à l'époque par la profession n'ont pas été reprises. Les problèmes d'interprétation et d'application nationales des textes européens restent également toujours d'actualité, mais cet aspect de la compétitivité a déjà été traité dans le cadre de l'inventaire des sur-transpositions demandé par le ministre de l'Économie et des Finances.

Le Rapport FROG a été à l'origine de nombreux ajustements bienvenus de notre réglementation. Il ne faudrait pas que cette impulsion soit *“one shot”*, sous prétexte que les *“résultats”*, significatifs, n'ont pas encore été complètement à la hauteur des espérances. FROG est une entreprise de long terme, dont les effets positifs ne peuvent pas tous être visibles immédiatement. FROG est un état d'esprit amenant au dynamisme, à l'innovation et à l'optimisme. C'est pourquoi ce livre blanc reprend à son compte les propositions écrites dans le Rapport FROG pour les soutenir.

III. 1 Créer de nouveaux fondements de la régulation

Avant d'aborder les mesures concrètes souhaitées, nous ferons quelques suggestions plus générales :

III. 1.1 Les conditions d'élaboration

Proposition 13

Concevoir dès l'origine de la réflexion l'innovation juridique sous tous ses aspects : réglementaires, comptables, fiscaux...

L'innovation législative ne suffit pas. Il faut, pour être efficace, qu'elle soit *“livrée”* quasi simultanément avec les textes d'application et les statuts fiscaux et comptables. C'est ainsi que, par exemple, la création que nous appelons de nos vœux des organismes de financement spécialisé par l'ordonnance d'octobre 2017 a été ternie par le retard de la publication de leurs régimes comptable et fiscal, connus plus d'un an après. Certains acteurs français, las d'attendre ces textes d'application, les ont créés au Luxembourg.

Il est hautement souhaitable que les innovations réglementaires futures soient *“packagées”* en amont avec leurs textes d'application et leur régime fiscal. L'efficacité de ces mesures y gagnerait.

Proposition 14

Renforcer la coordination entre les administrations concernées afin d'assurer une cohérence des textes.

La compétitivité et le bon financement de l'économie relèvent de l'ensemble des acteurs de la Place. Ils doivent se mobiliser ensemble et agir de concert pour ces objectifs que tout le monde appelle de ses vœux. Il s'agit d'une responsabilité collective.

Plusieurs acteurs de la Place relèvent de la sphère publique : les différents ministères, la Direction générale du Trésor, la Direction de la législation fiscale, l'AMF, l'ACPR, l'ANC... Une coordination renforcée entre eux serait gage de compétitivité et d'efficacité. Or, force est de constater que cette coordination n'existe pas toujours. Deux exemples récents :

- le décret "Caisses de retraite" du 9 mai 2017 (annulé depuis par le Conseil d'État), dont le processus d'élaboration a montré un manque de concertation dès l'origine entre différents ministères ou directions (de la Sécurité Sociale et du Trésor) ;
- les textes d'application de l'ordonnance *Brexit*, notamment en ce qui concerne l'adaptation des PEA, qui concernaient à la fois la Direction de la législation fiscale et la Direction générale du Trésor, au sein du même ministère, et pour lequel il semble que la coordination n'ait pas été optimale.

Les textes traitant de l'industrie financière demandent à notre sens une coordination "impérative" entre les différentes entités concernées de la sphère publique, notamment afin d'assurer la cohérence de ces textes avec la volonté politique annoncée (par exemple favoriser l'investissement en actions) et la bonne prise en compte des problématiques concrètes des acteurs dans l'élaboration de normes par des entités publiques qui ne sont pas forcément familières avec cette réalité.

Par ailleurs, cette coordination est aussi à envisager par rapport aux objectifs politiques annoncés par le gouvernement en place à savoir notamment, favoriser et en tout cas de ne pas pénaliser l'investissement finançant les entreprises.

Proposition 15

Une meilleure considération de l'industrie française de la gestion par les dirigeants politiques français.

Deux exemples récents ont inquiété la Place de Paris quant aux actions menées par les dirigeants français en faveur de sociétés financières non-européennes.

Tout d'abord le Chef de l'État a reçu à deux reprises en tête à tête le dirigeant de la plus grosse société de gestion au monde, société non européenne, sans qu'il ait eu de contact équivalent avec les sociétés de gestion françaises pourtant très bien placées dans le classement mondial : 4 sociétés de gestion françaises figurent dans le top 20 mondial, mais tendanciellement cette présence française – et européenne plus généralement – recule. En 2008, les sociétés de gestion américaines et européennes du top 20 se partageaient à 50/50 les actifs gérés. En 2017 cette proportion était de 70/30 en faveur des sociétés américaines. (*Source : étude 2018 du Thinking Ahead Institute*)

Il est vrai que ce dirigeant non européen était reçu comme investisseur majeur au profit de l'économie française, ce que sont également et plus massivement les sociétés de gestion françaises, avec le sujet de la souveraineté en moins. Le "*made in France*" a aussi dans la finance des avantages en termes d'emplois, de sécurité, de qualité y compris de celle, indéniable et reconnue, de notre régulateur.

En particulier, il est important que les dirigeants politiques français perçoivent que "l'arme financière" du XXI^e siècle est désormais tout aussi stratégique pour l'autonomie d'action d'un État que "l'arme alimentaire" l'a été au XX^e siècle. Si un État, *a fortiori* un État membre du G20, n'est pas en capacité de financer son économie et ses actions majoritairement par des acteurs locaux, il en va de sa souveraineté à moyen terme. À cet égard, il est intéressant de noter que l'Allemagne a conservé une part significative de son financement via des acteurs dont le siège est sur son territoire.

Aussi les acteurs nationaux restent dans l'attente d'un signe de considération et d'actions des plus hautes sphères de l'État dans un sens plus favorable. À titre d'exemple, pour le Luxembourg, le Grand-Duc, le Premier ministre, et le ministre luxembourgeois des Finances participent à de très nombreux événements en dehors de leur État pour participer à la promotion de leur place financière et inciter les investisseurs internationaux à faire appel à ses acteurs et produits.

Deuxième exemple, plus récemment, le ministère de l'Économie et des Finances français, avec un discours d'ouverture du ministre, a accueilli sur deux journées dans ses locaux une série de panels exclusivement composés d'acteurs privés américains (sociétés de gestion et banques de premier plan) sans qu'aucun homologue privé français n'ait pu être admis. Notons que ce séminaire de deux jours, organisé par l'Université d'Harvard, s'inscrivait sous le thème du "dialogue transatlantique".

Proposition 16

Prise en compte par les autorités européennes et les autorités françaises des impératifs de compétitivité, de réciprocité et de sécurité pour les investisseurs européens.

Les grandes sociétés de gestion américaines mènent une politique commerciale agressive et gagnent chaque année des parts de marché en Europe dans la captation et la gestion de l'épargne. Elles représentent 20 % des encours des fonds domiciliés au Luxembourg et plus encore en Irlande.

En particulier, de la même manière que dans le secteur industriel ou d'autres services, les acteurs privés américains ont généralement les moyens d'amortir les coûts relatifs à leurs activités, payés par leurs clients domestiques, grâce à leur énorme marché intérieur qu'il est, par ailleurs, difficile de pénétrer pour les acteurs non-américains. C'est alors qu'ils peuvent pratiquer du dumping sur les marchés extérieurs, et notamment dans l'Union européenne. En outre, leur force financière liée à leur marché domestique leur permet également d'investir, sans commune mesure avec les acteurs français, dans leur lobbying à Bruxelles.

Dès lors, le développement actuel des régulateurs européens, exclusivement orientés sur les coûts des fonds d'investissement, ne conduira, *in fine*, qu'à renforcer l'oligopole croissant des sociétés de gestion non européennes en haut du classement mondial et leur pouvoir financier sur les acteurs et actifs stratégiques (États, infrastructures, entreprises) européens et notamment français.

Ces sociétés de gestion non-européennes bénéficient au surplus d'une réglementation européenne "ouverte" et de la politique de certains États européens qui se font une spécialité de favoriser à leur avantage l'implantation de ces sociétés de gestion dans l'Union européenne (et pas seulement au Royaume-Uni).

La France devra œuvrer pour que la réglementation européenne tienne compte enfin des impératifs de compétitivité, de réciprocité et de sécurité pour les investisseurs européens ainsi que les États eux-mêmes : comme déjà indiqué plus haut, l'arme financière est devenue au début du XXI^e siècle l'équivalent de l'arme alimentaire au XX^e siècle. Il s'agit d'un secteur stratégique pour financer les États, les infrastructures stratégiques (aéroports, ports, etc.) et les entreprises.

La Place de Paris et les autorités françaises doivent notamment mieux mettre en exergue auprès des autorités européennes les aspects relatifs à la concurrence internationale et à la sécurité stratégique, notamment celui relatif à la compétitivité réglementaire internationale où là aussi le *level playing field* doit trouver à s'appliquer. Nous citerons pour mémoire la réglementation MIF II, l'analyse financière, où cet aspect (entre autres) a été ignoré.

Proposition 17

Développer les missions de l'AMF et du Trésor afin d'ajouter celles relatives au financement de l'économie et à la compétitivité mais aussi l'analyse des conséquences stratégiques des évolutions réglementaires financières.

Actuellement, les missions légales de l'AMF se limitent à la protection de l'investisseur et au bon fonctionnement des marchés, ainsi que le prévoit l'article L. 621-1 du Code monétaire et financier : « *L'Autorité des marchés financiers, autorité publique indépendante dotée de la personnalité morale, veille à la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers et tous autres placements donnant lieu à appel public à l'épargne, à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers. Elle apporte son concours à la régulation de ces marchés aux échelons européen et international* ».

Ces missions légales sont trop restrictives car elles n'englobent pas les aspects de financement de l'économie et la compétitivité, contrairement à celles du FCA britannique par exemple. Cette lacune explique à notre avis certaines des positions de l'AMF dans notre secteur, alors qu'il nous semble que protection de l'investisseur, bonne régulation des marchés, compétitivité de la Place de Paris et financement de l'économie ne sont pas, à l'évidence, des objectifs incompatibles. L'AMF est ainsi encadrée par ce texte, même si elle fait la plupart du temps tout ce qui lui est possible pour ne pas contrarier les objectifs de compétitivité et de financement de l'économie. Cette ouverture n'est toutefois pas statutaire mais tributaire de la politique suivie par l'AMF et ses agents.

Par ailleurs, le Trésor devrait se voir rajouter une compétence en matière d'analyse des conséquences stratégiques des évolutions réglementaires financières. Depuis trop longtemps les évolutions réglementaires financières internationales, mais aussi européennes, ont été menées en fonction d'intérêts financiers non-européens. Cette dimension stratégique de la réglementation financière devrait être reconnue officiellement par une compétence associée pour tous les bureaux de la Direction générale du Trésor, et peut-être accompagnée d'une structure *ad hoc* transversale au sein de cette même Direction.

III. 1.2 Les principes d'élaboration

Proposition 18

Harmoniser les textes régissant les placements réglementés d'investisseurs institutionnels : assureurs, caisses de retraite, AGIRC / ARRCO...

Nous souffrons également d'une segmentation, par ministère concerné, des règles d'investissement des organismes sous leur contrôle, avec, semble-t-il, une certaine surenchère en ce qui concerne l'application du principe de précaution. Nous n'insisterons pas à ce sujet sur le décret "caisse de retraite", déjà cité, de mai 2017, texte anormalement complexe, voire incompréhensible avec en outre des règles d'investissement inadaptées à la problématique des caisses et au contexte économique et financier.

Dans ce sens, pourraient être revues les règles de gestion s'appliquant à l'assurance vie en unité de compte, aux placements des exploitants nucléaires, des fondations et fonds de dotation des caisses de retraite AGIRC/ARRCO, des institutions de prévoyance, des caisses de retraite des professions indépendantes, fonds de garantie, ERAFP, FRR...

Pour l'AFG, outre la simplification que pourrait apporter une telle remise à plat, il s'agit d'éviter la segmentation des produits alors que l'on sait que la taille des OPC dans un contexte de concurrence européenne et internationale est un critère essentiel de compétitivité.

Proposition 19

Retenir, dans tous les cas, l'interprétation la plus favorable de la réglementation européenne.

Notre réglementation nationale devrait prendre une juste distance par rapport aux textes européens dont l'application n'est juridiquement pas obligatoire, comme les "Q&A" ou les *Guidelines* de l'ESMA. La logique "*Lamfalussy*" doit être respectée et le niveau 3 ne doit pas l'emporter sur les niveaux 1 et 2 : dans le cadre de MIF par exemple, il faut rappeler que l'obligation d'"*unbundling*" du financement de la recherche financière fut introduite spontanément par l'ESMA au niveau 2 alors qu'au niveau législatif ni la Commission, ni le Parlement, ni le Conseil ne l'avaient demandé (au sein de l'ESMA, l'initiative est venue du régulateur britannique).

Il faut privilégier le bon sens et une approche offensive et réaliste, en poursuivant un double objectif :

- ne plus faire de la France le "meilleur élève" de la classe européenne dans l'application des textes de l'Union européenne, posture qui en pratique n'a donné aucun avantage à la gestion française, bien au contraire, et n'a pas non plus offert plus de sécurité à l'investisseur ;
- ne plus faire de l'Europe le "meilleur élève" au niveau mondial dans l'application des textes adoptés au niveau du G20 ou des autorités financières mondiales, posture qui en pratique a généralement conduit au déclin des positions compétitives des acteurs financiers européens et notamment des sociétés de gestion, au profit des acteurs non-européens (cf. par exemple l'obligation de financement de la Recherche dans la réglementation MIF II, alors qu'une telle obligation n'est pas imposée dans la réglementation des États-Unis).

Au niveau français, il faut donc retenir l'interprétation la plus favorable possible de la réglementation européenne, comme le font d'autres régulateurs. Nous citerons par exemple et seulement sur les sujets les plus récents, l'application stricte, sans souplesse, des dispositions du règlement fonds monétaires de 2018 aux FCPE monétaires.

Proposition 20

Appeler systématiquement le principe de proportionnalité dès lors qu'il est applicable dans l'élaboration et l'interprétation de nouvelles réglementations nationales ou européennes.

Le principe de proportionnalité, posé par plusieurs textes européens et mis en œuvre ponctuellement par l'AMF depuis plusieurs années, doit rester toujours présent dans l'élaboration et l'interprétation des normes européennes ou l'établissement des normes nationales. À défaut, l'application de certaines dispositions à la lettre, sans discernement, amène à mettre en difficulté des sociétés de gestion de petite taille du fait de l'application de certaines règles pourtant inadaptées en raison de leur taille ou de leur faible recours aux opérations nouvellement réglementées. L'effet de la réglementation MIF II sur l'analyse financière en est un exemple, tant du côté des petites sociétés de gestion que

des petits *brokers* : en principe, le coût d'une recherche donnée est au départ le même pour une petite et une grosse société de gestion, alors que la petite peut moins amortir son coût sur l'ensemble de ses actifs et de ses revenus.

Il ne faut pas que la réglementation ait pour effet de devenir une machine à "broyer les petits" et avoir en tête qu'*in fine*, si les choses restent en l'état, les grands gagnants seront les entités multinationales ayant les reins solides, comme cela est déjà le cas pour les fournisseurs d'indices ou de données ainsi que les cabinets de conseil (oligopoles de fait anglo-saxons), dont l'activité croît en bonne partie grâce au rôle concret d'apporteur d'affaires que joue la régulation en rendant leur usage indispensable. Il est à préciser que la fourniture d'indices ou de données constitue désormais un secteur stratégique, au même titre que la gestion de portefeuille, et que la dépendance de la France et de l'Europe face à cet oligopole rend désormais nécessaire d'agir, comme cela fut fait pour les agences de notation il y a plus de dix ans.

Proposition 21

Mettre en place une réglementation plus souple permettant un élargissement des actifs éligibles concernant la gestion pour compte de tiers.

Les régulateurs ont été très exigeants sur la liquidité des produits, à juste titre, après les récentes crises, mais ce sujet mérite d'être réexaminé dans le cadre du financement des besoins de l'économie. L'AMF et l'industrie ont déjà engagé cette réflexion et permis des adaptations particulièrement bienvenues.

En effet, l'organisation des marchés, les possibilités nouvelles de mode d'acquisition d'actifs financiers sur des plateformes ou Internet alors que dans le même temps les admissions à la cote se font moins nombreuses qu'auparavant modifient les conditions de liquidité des produits.

Le quota minimum exigé par la réglementation pour beaucoup de produits notamment "grand public" en titres négociés sur un marché réglementé, devra à terme être réaménagé. Une réglementation plus souple devrait permettre un élargissement des actifs éligibles à la gestion pour compte de tiers, la diversification des placements restant un des piliers de la valeur ajoutée de notre métier. Soulignons l'évolution positive récente qui permet déjà à certains OPC d'acquérir, octroyer et gérer des prêts aux entreprises, moyennant des compétences en matière d'analyse crédit et sous certaines conditions (détention des prêts jusqu'à échéance, fermeture aux rachats, limitation du levier). De plus, au côté des investissements traditionnels comme ceux en actions ou en obligations, se développent de nouveaux actifs de financement disponibles pour les gestions : titrisation, prêts directs aux entreprises, EuroPP, New CP, infrastructures...

Il est très important par ailleurs que les gérants disposent d'une liberté de choix d'investissement dans le cadre réglementaire général qui leur est imposé. La gestion ne doit pas être le "bras séculier" de telle ou telle conviction politique, si noble soit-elle. À chacun son rôle, celui de la gestion étant d'agir, ainsi que l'indique la loi, dans l'intérêt exclusif de l'investisseur. Des règles conduisant les acteurs de marché à privilégier tels ou tels placements dans les actifs éligibles ou tel ou tel mode de gestion risqueraient de plus de contribuer à des comportements systémiques qu'il convient au contraire d'éviter.

Proposition 22

Ne pas cantonner l'investisseur "grand public" à des placements réputés ou jugés très sécurisés.

L'accès ou non pour les épargnants "grand public" à certains produits qualifiés de "risqués" ou "complexes" est un sujet récurrent. Bien entendu, il est normal que des produits soient interdits à la commercialisation auprès du "grand public" ou que certaines de leurs caractéristiques soient clairement signalées. Toutefois, nous craignons que par ce biais soit encouragée la prédilection accrue pour « *l'épargne liquide, non risquée et défiscalisée* », alors que le financement de l'économie est au cœur du sujet.

Le risque est aussi que ces restrictions soient le fruit de jugements d'opportunité ou résultent d'une appréciation du risque tout à fait subjective : par exemple, un fonds d'investissement réservé à des investisseurs professionnels est-il systématiquement plus dangereux qu'un fonds grand public investi dans les pays émergents ?

Rappelons par ailleurs que la "complexité" des techniques de gestion employées est, dans la très grande majorité des cas, synonyme de réduction ou de maîtrise du risque. Elle ne doit pas être confondue avec l'inintelligibilité pour le client "grand public" du couple rendement / risque des produits de placement.

Les particuliers ont certes pour objectif la liquidité de leurs placements mais aussi des projets d'investissement pour lesquels ils doivent pouvoir choisir le niveau de risque. Par ailleurs, en termes de libertés publiques, estimer que "pour son bien" l'investisseur particulier doit être considéré d'emblée comme dépourvu de sens critique nous semble hautement contestable, d'autant plus que nombre de "garde-fous" existent (l'agrément préalable des OPC, la gestion par une société de gestion agréée et contrôlée, les réglementations MIF, prospectus, AIFM...). Il ne serait pas bon de promouvoir l'interdiction totale pour le grand public d'investir dans tel ou tel produit réservé aux professionnels ou aux détenteurs de patrimoine important et leur dédier sous prétexte de leur protection les produits sans risque et à faible rémunération. Le corollaire est bien entendu que l'information donnée à l'investisseur particulier soit claire, précise et non trompeuse et aille à l'essentiel pour qu'elle soit effectivement lue.

La "complexité" des techniques de gestion utilisées ne saurait justifier une quelconque interdiction, même si des voix, souvent d'ailleurs d'origine étrangère, le préconisent, au détriment du savoir-faire de la gestion française. C'est à l'investisseur, bien conseillé, de faire son choix en privilégiant la finalité de l'investissement et / ou le résultat à attendre du produit proposé.

Par ailleurs, dans le cadre du débat montant (ESMA, FCA notamment) sur le "surcoût" supposé des fonds d'investissement, il serait nécessaire que les autorités françaises contribuent à ré-objectiver les termes du débat : les régulateurs européens, et singulièrement britannique, ont tendance à gommer les éléments qualitatifs qui peuvent expliquer des coûts de gestion plus élevés pour les fonds d'investissement : conseil, participation active dans les sociétés investies, etc. *In fine*, et comme indiqué plus haut, une pression à la baisse continue des coûts conduira :

- à la disparition des moins grandes sociétés de gestion, qui pourront faire moins d'économies d'échelle que les plus grosses ;
- dès lors, à une moindre créativité et innovation de gestion ou de produits en Europe ;
- et donc *in fine* à des performances moindres puis à une augmentation des frais du fait du manque de concurrence.

Inversement, cela favorisera l'oligopole actuel des cinq ou six premières sociétés de gestion américaines, qui comme déjà indiqué peuvent amortir par leur marché domestique les coûts afférents au marché européen, menant ainsi une politique de dumping.

In fine, en termes de souveraineté, la France et l'Union européenne seront davantage dépendantes financièrement et stratégiquement de ces acteurs privés non-européens.

III. 1.3 Le contrôle

Proposition 23

Anonymiser plus souvent les décisions de la Commission des sanctions en fonction de la nature et gravité des infractions.

La vertu pédagogique de la sanction vis-à-vis des participants du marché ne demande pas à notre avis la divulgation systématique de l'identité des personnes sanctionnées. Cette divulgation est en tout état de cause une sanction en tant que telle dont il convient de mesurer la nécessité en fonction de la gravité du manquement ou de la faute de l'acteur concerné. Il faut aussi tenir compte du fait que ces sanctions sont très pénalisantes pour les sociétés de gestion qui doivent répondre à des appels d'offres.

Plus généralement, l'impact de ces publications devenues quasi systématiques sur la réputation de la gestion française peut avoir un effet désastreux, car souvent reprises par la presse nationale et étrangère. À titre de comparaison et sans aller jusque-là, le régulateur luxembourgeois s'est en revanche montré très discret sur l'affaire Madoff car, pour lui, cette affaire avait une connotation bien comprise en matière de réputation et donc de compétitivité de la Place du Luxembourg.

En outre, quand on consulte le rapport récent de l'ESMA sur les sanctions prononcées par les régulateurs nationaux à travers l'Union européenne dans le domaine des OPCVM, on constate que l'AMF est active en matière de sanctions⁵¹. Si par ailleurs le nom des sociétés est rendu public par l'AMF, le désavantage compétitif pour les acteurs français est encore plus flagrant.

En conclusion, nous proposons donc, aux fins de vertu pédagogique totalement légitime, que la publication soit envisagée de manière systématique sur une base anonyme, et uniquement pour les cas les plus graves sur une base identifiable.

III. 2 Revoir de manière concrète la régulation

Nous en venons maintenant à nos demandes ponctuelles dont la liste n'est pas exhaustive et qui, pour certaines d'entre elles requièrent une implication des professionnels. Rappelons qu'un marché domestique fort, dès lors que des acteurs domestiques subsistent en nombre suffisant pour servir les investisseurs et permettent de contribuer au financement de l'économie nationale, constitue à l'évidence un élément de compétitivité internationale.

⁽⁵¹⁾ Rapport de l'ESMA du 4 avril 2019 intitulé "Penalties and measures imposed under the UCITS Directive in 2016 and 2017".

III. 2.1 Le statut des sociétés de gestion

Proposition 24

Surmonter les blocages réglementaires en matière de rapprochement et de mutualisation de moyens des sociétés de gestion.

Fonds propres

Il est nécessaire de revoir le calcul des fonds propres des sociétés de gestion dans le cadre de rapprochement ou fusion de structures. Le niveau de fonds propres demandé et le traitement du *Goodwill* bloquent, en effet, certains projets de croissance externe ou de transmission. Les règles actuelles sont calquées sur les règles prudentielles bancaires, ce qui n'est pas une approche adaptée à notre profession. Des discussions sont en cours avec l'AMF pour un assouplissement des règles et un traitement adapté du *Goodwill*. Cette évolution permettrait, à terme, de mieux consolider notre métier et renforcer le monde des *French boutiques*, et permettrait ainsi l'émergence de sociétés de taille moyenne, un *mittelsland* de la gestion.

Les règles d'investissement des fonds propres pourraient être revues afin, par exemple, de permettre aux sociétés de gestion d'en investir une partie dans les infrastructures de marché.

Mutualisation de moyens

Il serait également utile d'adapter le coût du RCCI (par exemple, en extériorisant le "partage" d'un RCCI entre plusieurs sociétés de gestion de petite taille) et l'obligation pour les nouvelles sociétés de gestion d'avoir, dès leur création, deux gérants, à la dimension réelle de l'entreprise ou à son statut de filiale de société de gestion disposant de moyens importants. Par ailleurs, l'expérience requise pour les gérants pourrait être atténuée si ces derniers étaient parrainés par des seniors afin de faciliter les créations de société de gestion.

Proposition 25

Harmoniser au niveau européen les conditions de création des sociétés de gestion.

Une harmonisation européenne dans l'application des textes ne pourrait qu'être bénéfique à la gestion française. Nous pensons par exemple aux conditions de création des sociétés de gestion qui varient d'un pays à l'autre, avec des conséquences importantes pour la localisation des sociétés de gestion, notamment dans le cadre du *Brexit*.

L'AMF demande, à juste titre, les *business plan* des futures sociétés de gestion en cours d'agrément pour apprécier leur viabilité dans le temps. Une trop grande exigence peut toutefois amener des entrepreneurs à envisager des contacts avec d'autres régulateurs.

III. 2.2 Le statut des produits

Proposition 26

Créer un statut de SICAV européenne.

La SICAV semble être l'entité juridique la plus adaptée pour la promotion des produits français à l'étranger, cependant beaucoup reste à faire pour qu'elle puisse être considérée comme une entité indépendante, notamment au regard du rôle des administrateurs, afin de l'approcher des caractéristiques d'une SICAV européenne que nous appelons de nos vœux. La possibilité pour une SICAV française d'adopter le statut de société européenne faciliterait également cette "européanisation", de même que l'adoption du code ISIN.eu qui a fait l'objet d'une recommandation de l'AFG dans son Livre blanc de 2016.

Proposition 27

Créer une nouvelle classe d'OPC "tout public" non coordonnés à vocation de long terme.

Si les besoins de financement à long terme concernent aujourd'hui principalement les infrastructures, l'immobilier ou la transition écologique, certes essentiels, on aurait tort de limiter les investissements des futurs fonds de long terme dont nous souhaitons la création à ces seuls actifs, alors que d'autres besoins de financement vont apparaître dans les prochaines années. Il serait à notre avis plus efficace que le produit (l'enveloppe juridique) soit lui-même de long terme, non dédié à tel ou tel type d'investissement et capable de s'adapter à tous les besoins d'épargne et de financement futurs qui apparaîtront au fil du temps, l'horizon de placement pouvant aller jusqu'à plusieurs décennies.

Proposition 28

Assouplir les règles de périodicité de calcul et de publication des valeurs liquidatives (VL) des FIA.

La périodicité de calcul de la VL des FIA devrait être revue et laissée à l'initiative de la société de gestion dans une perspective de promotion de l'épargne longue, afin d'adapter l'offre de produits à cet objectif, y compris pour les FIA à vocation générale. Ce souhait est par ailleurs dans la droite ligne des premières orientations suggérées dans le cadre des réflexions menées sur le financement de long terme, afin de faciliter notamment ce type de financement pour les investisseurs institutionnels dont les placements sont réglementés.

III. 2.3 Les règles de gestion

Il est très important que les gérants gardent une liberté suffisante dans leurs choix d'investissement et de diversification. On peut à cet égard se poser la question des conséquences systémiques de règles conduisant les acteurs de marché à privilégier tel ou tel placement dans leurs actifs éligibles, par exemple lors de la constitution de collatéral, ou à privilégier une gestion étroitement "benchmarkée". Ces règles pourraient en effet à l'avenir accentuer les risques systémiques d'origine réglementaire.

Proposition 29

Assouplir certaines règles de gestion financière : les ratios d'emprise des investisseurs, les interventions sur les marchés de matières premières, l'investissement des OPCVM dans les FIA, les conditions de cession temporaire de titres, le principe du respect à tout moment des ratios, l'investissement dans les instruments financiers "delta one".

- **Revoir les ratios d'emprise des investisseurs**

L'absence de *seed money* en France est un frein à la création de sociétés de gestion en France. Il serait souhaitable de permettre aux investisseurs, notamment institutionnels, de s'affranchir de leurs ratios d'emprise pour les OPC nouvellement créés, y compris lorsque l'investisseur est un OPC (fonds de fonds), afin de favoriser le *seed money*.

- **Revoir ou préciser les règles d'investissement des OPCVM dans d'autres fonds**

Ce sujet, extrêmement important, porte sur la possibilité pour un OPCVM d'investir dans des FIA. Nous aimerions revoir ce point avec l'AMF qui, jusqu'à maintenant, maintient une position trop prudente qui nous semble restrictive. L'investissement dans des titres *corporates* non négociés sur des marchés réglementés ne doit pas en effet être l'apanage du capital investissement, mais concerner aussi les OPCVM ou FIA à vocation générale par la détention de fonds de capital investissement, ce qui était possible au titre du ratio "autres valeurs" jusqu'à ce qu'une interprétation de la Commission européenne l'interdise. À défaut, une autre solution consisterait à revoir, au niveau de la directive OPCVM, la définition du ratio de 10 % d'"autres valeurs" qui, rappelons-le, à l'origine comprenait les OPC, cette interprétation ayant été ensuite infirmée par les services de la Commission européenne.

- **Assouplir les conditions d'application des ratios**

Les textes français ajoutent une contrainte de respect "à tout moment" des ratios (art. R. 214-27 II du Code monétaire et financier). Cette expression ne figure pas dans la directive, et met en place une obligation très contraignante pour les sociétés de gestion françaises. Elle doit donc être retirée pour mettre en cohérence le texte avec l'article 57 de la directive OPCVM.

- **Assouplir les interventions sur les marchés de matières premières**

Les FIA à vocation générale devraient pouvoir être exposés pour un même contrat portant sur des marchandises jusqu'à 35 % en risque (sur le total de l'engagement) à la place de la limitation trop contraignante de 10 % par contrat et par secteur corrélé. Cette proposition est cohérente avec le respect des règles de diversification pour les indices éligibles.

- **Permettre l'accès aux instruments "delta one"**

L'éligibilité des "*delta-one*" (instruments structurés de dette répliquant la performance d'instruments financiers, de taux d'intérêt, d'indices, de prix de matières premières) est sujette à interprétations différentes, y compris au niveau européen pour les OPCVM.

Ces instruments donnent la possibilité de s'exposer à la variation de valeur d'actifs qui ne sont pas directement éligibles et sont recherchés afin d'élargir la diversification.

Des précisions de la réglementation sur l'utilisation de ces instruments seraient des plus utiles, avec une mise à niveau de ces règles par rapport à celles en vigueur dans d'autres réglementations (Luxembourg, Irlande).

En effet, en France, c'est la position la plus restrictive qui prévaut (interdiction), alors que des OPCVM d'autres pays de l'Union européenne acceptent par exemple dans leur portefeuille des certificats indexés sur l'or.

- **Clarification des contraintes de l'AMF pour la cession temporaire de titres**

La *peer review* récente de l'ESMA a montré que l'AMF était un des régulateurs les plus contraignants notamment sur l'obligation de lister quotidiennement tous les titres qui peuvent être prêtés par l'OPC.

III. 3 Le contexte exceptionnel du Brexit

Fruit des tensions au sein du parti conservateur et des ambiguïtés historiques entre les visions continentale et britannique de l'Union européenne, la volonté de sortie du Royaume-Uni ("*Brexit*") prend corps le 23 juin 2016 lors du référendum convoqué par le Premier ministre David Cameron. Les résultats sont sans appel : les citoyens britanniques veulent mettre fin à un mariage datant de 1973. Face à sa défaite, David Cameron initiateur du référendum mais partisan d'une réforme de l'Union européenne, et non d'un *Brexit*, démissionne au lendemain du vote. Il est remplacé par Theresa May en juillet 2016.

La pression des européens conduit Theresa May à leur notifier officiellement la volonté britannique de quitter l'Union européenne, lançant par-là un processus de deux ans prévu dans les Traités qui devait se terminer le 29 mars 2019. Les négociations commencent en juin 2017 et aboutissent en novembre 2018 à un projet d'accord de sortie que l'Union européenne soutient unanimement, mais que le Parlement britannique rejette à plusieurs reprises.

Face au risque de sortie sans accord (*hard Brexit*), Theresa May demande plus de temps aux Européens. Ceux-ci ont accepté par deux fois de reporter la sortie du Royaume-Uni qui aurait lieu, à ce jour, au plus tard le 31 octobre 2019 :

Dates clés du Brexit :

- 23 juin 2016 : référendum britannique en faveur de la sortie du Royaume-Uni.
- 24 juin 2016 : démission du Premier ministre David Cameron.
- 13 juillet 2016 : nomination de Theresa May au poste de Première ministre.
- 29 mars 2017 : le Royaume-Uni lance formellement le processus de sortie de l'Union européenne.
- 19 juin 2017 : début des négociations entre le Royaume-Uni et l'Union européenne.
- 8 décembre 2017 : rapport conjoint Royaume-Uni-Union européenne sur l'avancement des négociations.
- 19 mars 2018 : publication du projet d'accord de sortie, sous réserve de négociations ultérieures.
- 14 novembre 2018 : accord politique Royaume-Uni-Union européenne sur le projet d'accord de sortie.
- 25 novembre 2018 : publication du projet d'accord de sortie.
- 21 mars 2019 : sur demande du Royaume-Uni, l'Union européenne accepte de reporter le Brexit au 12 avril en l'absence d'accord, ou au 22 mai en cas d'accord.
- 10 avril 2019 : sur demande du Royaume-Uni, l'Union européenne accepte de reporter le Brexit au 31 octobre si les Britanniques participent aux élections européennes.

III. 3.1 Les actions menées par l'AFG

Dès le lendemain du référendum britannique, l'AFG s'est attachée à identifier les impacts potentiels du *Brexit* et à élaborer des propositions permettant de poursuivre des relations économiques de confiance avec le Royaume-Uni, sans compromettre la compétitivité européenne. En juillet 2016, le Comité Stratégique de l'AFG a arrêté la position commune de la profession, fondement de nos échanges avec les autorités françaises, européennes et toutes les parties prenantes depuis lors.

L'AFG a examiné ensuite plus spécifiquement, en collaboration avec les autres acteurs de la Place, les problématiques d'éligibilité des titres britanniques aux mécanismes d'incitation fiscale à l'épargne (exemple : PEA), sur la fiscalité (TVA et taxe sur les salaires) et sur les migrations internationales.

Les commissions et groupes de travail de l'AFG ont traité des questions essentielles relatives au risque de *Brexit* sans accord, afin de pouvoir anticiper des difficultés pratiques de fonctionnement des sociétés de gestion. Il faut citer en particulier le travail effectué par le Comité Droit des marchés, qui a agi afin d'obtenir une reconnaissance d'équivalence de 12 mois pour les chambres de compensation domiciliées au Royaume-Uni en cas de *hard Brexit* afin d'éviter l'effet disruptif, voire la réalisation d'un risque systémique, dans la mesure où de nombreuses sociétés de gestion françaises réduisent leurs risques de position en utilisant des contrats dérivés dont la compensation a lieu au Royaume-Uni, du fait d'une meilleure profondeur de marché, jusqu'à ce jour, dans cet État membre par rapport aux CCP d'États membres continentaux.

Pour accompagner d'un point de vue opérationnel ses membres, l'AFG a créé en 2018 un groupe de travail transversal sur le *Brexit* qui centralise les réflexions et étudie avec les adhérents des solutions individuelles ou de Place répondant aux problèmes rencontrés. Plusieurs sujets importants ont mobilisé ce groupe de travail présidé par Patrick Simion (BNP Paribas Asset Management), notamment l'impact du *Brexit* sur l'éligibilité des titres britanniques au PEA. L'AFG sollicite également l'intervention de spécialistes reconnus des sujets traités, afin de compléter les analyses et expertises fournies par ses permanents.

L'AFG a mené de nombreuses actions auprès des institutions européennes, dont plusieurs à l'occasion des réunions annuelles à Bruxelles du Comité Stratégique en 2017 et 2018, pour diffuser les messages clés concernant les conséquences du *Brexit*, en termes de protection des investisseurs et de préservation d'un *level playing field*, afin de garantir la compétitivité européenne.

Enfin, l'AFG collabore activement avec le Haut Comité Juridique de la Place financière de Paris (HCJP) ainsi que le MEDEF. Ce dernier mène un travail intense de préparation de tous les acteurs économiques et organise régulièrement des réunions d'information en présence des autorités françaises et britanniques.

Atout pour l'Europe, la compétitivité internationale de la gestion d'actifs française est un enjeu majeur pour notre Place financière et l'AFG a, bien avant le *Brexit*, entrepris de nombreuses actions, de concert avec l'ensemble des parties prenantes privées ou publiques.

Ces actions ont souvent été menées en partenariat avec Paris Europlace et Business France, ainsi que les services des Ambassades de France dans les pays concernés, le Ministère de l'Europe et des Affaires Étrangères, la "mission Noyer", la Direction générale du Trésor, l'AMF et le Guichet Unique mis en place en Région Île-de-France (*Choose Paris Region*). Ces rencontres sont l'occasion de rappeler nos atouts : un écosystème particulièrement développé, un pool de talents formés dans des écoles et universités d'excellence, des centres de recherche en finance mondialement reconnus, la portée internationale de la Place de Paris et l'implication de son régulateur *business friendly*.

Début 2018, l'AFG a spécifiquement organisé un événement à Londres, avec les services économiques de l'ambassade de France et Business France, afin de montrer l'intérêt pour les sociétés de gestion internationales d'installer leurs centres de recherche à Paris, en s'appuyant notamment sur l'efficacité des dispositifs fiscaux français visant à promouvoir la recherche et l'innovation, à savoir le crédit d'impôt recherche et le mécénat.

La Direction générale du Trésor, comme l'AMF, impliquées dans nos actions de promotion, interviennent très régulièrement lors de ces événements de promotion internationale, au sein des ambassades de France à l'étranger ou lors de conférences organisées par l'*European & US Institutes*, qui regroupent les principaux décideurs financiers à l'international, qui, dans un contexte de Brexit, s'interrogent sur l'opportunité d'installer une structure à Paris.

À Paris, l'AFG reçoit régulièrement des délégations étrangères du monde entier, y compris britanniques, afin de mettre en avant nos atouts, préserver notre compétitivité et préparer nos relations commerciales futures, en partenariat avec d'autres associations ou institutions, qu'elles soient publiques ou privées.

Des résultats sont désormais visibles : en atteste l'installation à Paris de tout ou partie de leurs activités, voire un renforcement, parfois en toute discrétion, de leurs équipes parisiennes, par un certain nombre de sociétés de gestion.

À l'appui de ses actions, l'AFG a rédigé plusieurs documents marketing visant à mettre en avant les atouts de la Place de Paris, y compris dans son univers concurrentiel.

Dans l'hypothèse où le *Brexit* devait être repoussé, voire abandonné, il conviendra néanmoins que cette structuration des actions de promotion de la Place soit en tout état de cause maintenue et ces actions poursuivies.

III. 3.2 Les actions menées par les autorités françaises

Dès le lendemain du référendum britannique, l'AFG a pu compter sur le soutien des autorités françaises dans la préparation des acteurs de la gestion.

En particulier, l'AMF a beaucoup œuvré pour répondre aux interrogations des acteurs dont les réponses ont été relayées par l'AFG ; elle a notamment organisé plusieurs réunions d'information et conférences de presse durant lesquelles ont été expliquées les conséquences potentielles pour les sociétés de gestion.

Par ailleurs, le Gouvernement français a mené une vaste campagne d'information, qui s'est traduite notamment par la création d'un portail d'information dédié (<https://brexit.gouv.fr>) qui rassemble les informations déjà présentes sur les sites des différents ministères et administrations. Le Gouvernement s'est également donné les moyens de gérer l'impact du Brexit sur certains dispositifs fiscaux tels que le PEA, par voie d'une ordonnance publiée en février 2019.

Le Gouvernement français a par ailleurs engagé une série de réformes visant à accroître la compétitivité de la France.

III. 3.3 Les propositions de l'AFG pour la période de l'après-Brexit

Proposition 30

Promouvoir la convergence des pratiques entre superviseurs européens, en partenariat avec l'AMF, sur les relocalisations, pour éviter le moins-disant réglementaire nuisible à la crédibilité de l'Union européenne.

Proposition 31

Promouvoir le principe de réciprocité et de protection des investisseurs européens dans les conditions d'accès des sociétés de gestion et fonds britanniques aux marchés français et européen.

Dans le cas où le *Brexit* se réaliserait, la France serait le premier marché de gestion de l'épargne en Europe. Les encours sous gestion atteignent déjà près de 4 000 milliards d'euros et les sociétés de gestion participent à l'attractivité économique et financière de la France.

Malgré le défi que représente l'après-*Brexit*, et quelle que soit l'issue du *Brexit*, il sera essentiel de promouvoir la compétitivité de l'industrie européenne afin de s'assurer que l'Union européenne ait les moyens de financer ses entreprises. Cela passera notamment par le maintien de la crédibilité de l'Union européenne en matière de régulation financière.

À cet égard, plusieurs éléments semblent essentiels :

- la promotion de la convergence des pratiques entre superviseurs européens sur les relocalisations pour éviter le moins-disant réglementaire nuisible à la crédibilité de l'Union européenne. Plusieurs pays européens ont mis en place des mesures transitoires en cas de *hard Brexit* qui permettront aux entités britanniques de poursuivre la fourniture active de services dans l'Union européenne : l'ESMA doit surveiller de près ces régimes spéciaux, s'assurer de leur nature temporaire et qu'ils ne créent pas de distorsion de concurrence ;
- la promotion du principe de réciprocité et de protection des investisseurs européens dans les conditions d'accès des sociétés de gestion et fonds britanniques aux marchés français et européen.

IV. Réformer le cadre fiscal et comptable

IV. 1 Rendre la fiscalité française plus attractive

Proposition 32

Poursuivre la baisse de la taxe sur les salaires.

La TVA est une taxe européenne, reprise par d'autres États non européens. La contrepartie à l'absence de collecte de la TVA sur certaines recettes est l'absence de récupération, en tout ou partie, de la TVA d'amont.

Les entreprises françaises partiellement assujetties à cette taxe subissent une pénalisation supplémentaire, spécificité française, constituée par la taxe sur les salaires. Une enquête effectuée par l'AFG démontre que cette taxe représentait, en 2016, 13,6 % de la masse salariale.

Ce coût est particulièrement dissuasif pour les sociétés de gestion à capitaux étrangers, notamment non européens, lorsqu'elles souhaitent s'implanter dans l'une des places financières européennes.

L'État français a récemment adressé un signal positif en supprimant la tranche marginale à 20 % appliquée au-delà d'un certain montant annuel de salaire.

L'AFG souhaite que cette baisse soit poursuivie pour aboutir à terme à la suppression totale de la taxe sur les salaires.

Proposition 33

Abandonner de manière définitive le projet européen de taxe sur les transactions financières (TTF).

La perspective d'une taxe sur les transactions financières (TTF) dans le cadre d'une coopération renforcée telle que prévue par le texte de la Commission est particulièrement dissuasive en matière d'attractivité de la Place financière de Paris, dans la mesure où les règles de territorialité de cette taxe concerneront plus particulièrement les États membres de ladite coopération.

Paris, qui est une Place de gestion d'actifs et une Place de domiciliation de fonds, serait en effet doublement impactée par une taxe qui s'appliquerait non seulement à l'achat et à la vente de titres, mais aussi aux transactions sur les parts d'OPC, et du fait que le Royaume-Uni, l'Irlande et le Luxembourg resteraient hors champ. Et même si cette taxe devait être, *in fine*, "similaire" à la TTF française, ce qui n'est pas acquis à ce jour, la perspective d'une évolution ultérieure, imposée par les autres États partenaires, constituerait un élément supplémentaire propre à favoriser les Places financières non parties à ce projet. C'est pourquoi l'AFG souhaite l'abandon total de ce projet.

Proposition 34

Maintenir une stabilité fiscale, pour une meilleure sécurité fiscale, indispensable à l'attractivité de la France en ne remettant pas en cause les réformes fiscales récentes, et ne pas aggraver la fiscalité des placements financiers.

Les récents événements en France ont relancé le débat fiscal. L'AFG souhaite que les deux promesses fiscales du programme d'Emmanuel Macron, à savoir la suppression de l'impôt sur la fortune portant sur les actifs mobiliers et la taxation des produits de l'épargne selon un prélèvement unique ne soient pas remises en cause.

La France a besoin de stabilité fiscale pour attirer des investisseurs et des entreprises étrangères et, après des décennies de réformes fiscales incessantes, le plus souvent dans un sens d'aggravation, il est plus que temps de pérenniser notre système d'imposition.

Proposition 35

Permettre aux sociétés de gestion de portefeuille de bénéficier plus largement du crédit d'impôt recherche (CIR).

L'AFG souhaite que les sociétés de gestion de portefeuille bénéficient plus largement du CIR, notamment dans le cadre du développement de nouveaux modèles de gestion.

Proposition 36

Améliorer la fiscalité applicable aux revenus perçus par les OPC français.

Prévoir systématiquement dans les conventions fiscales la clause récemment incluse dans la convention franco-luxembourgeoise afin de permettre à tous les OPC de bénéficier des avantages conventionnels

Les conventions fiscales destinées à éliminer la double imposition signées par la France prévoient la réduction – voire même la suppression – de ces retenues.

Cependant, seules les entités pouvant être fiscalement qualifiées de “résidents fiscaux” bénéficient des conventions. Or, les OPC étant exonérés (SICAV) ou bien non soumis à l'impôt (FCP), ils ne sont en général pas considérés comme des résidents. Ils supportent donc de lourdes retenues à la source à l'étranger. Cependant, la France a signé avec certains États des clauses permettant l'application des dispositions conventionnelles “par transparence” c'est-à-dire en considérant les droits des porteurs de parts ou actionnaires des OPC.

Ainsi, la France a récemment inclus dans la nouvelle convention franco-luxembourgeoise une clause prévoyant que l'OPC français qui investit au Luxembourg bénéficie des avantages de la convention à hauteur du pourcentage des actifs du fonds détenus par des résidents de France ou d'États ayant signé avec la France une convention fiscale prévoyant une clause d'échange d'informations. L'AFG demande à l'administration fiscale d'introduire cette clause lors de chaque renégociation de convention.

Recourir systématiquement au vocable d’OPC et non plus à celui d’“OPCVM”

Certaines anciennes conventions fiscales visent les “OPCVM”, acronyme qui visait à l’époque tous les OPC, ou bien les SICAV et les FCP, à une époque où certaines structures comme les FIA, les FCT, les SPPICAV et les OFS n’existaient pas.

L’AFG souhaite que les commentaires au BOFIP soient actualisés pour permettre d’inclure tous les OPC dans les conventions fiscales existantes.

Supprimer les retenues à la source sur les dividendes intracommunautaires

Enfin, afin de limiter les entraves au marché commun unifié, la France devrait soutenir la suggestion de la Commission européenne de supprimer toute retenue à la source sur les dividendes intracommunautaires pour les OPC constitués dans un État membre de l’Union européenne investissant dans un autre État membre.

Proposition 37

Permettre aux SPPICAV de ventiler leurs dividendes entre revenus de source française et revenus de source étrangère, de manière à permettre la constitution de SPPICAV paneuropéenne en France.

Les SICAV ont été autorisées en 2011 à ventiler leurs dividendes versés à des non-résidents selon les différents revenus qui les composent et à appliquer à chaque produit son propre traitement en matière de retenue à la source. Il en a résulté que seule la partie du dividende de SICAV composée de dividendes de source française est soumise à retenue à la source.

L’AFG a demandé une disposition similaire concernant les SPPICAV afin d’exclure de la retenue à la source les loyers et plus-values de source étrangère. Une telle disposition permettrait de rendre plus compétitive les SPPICAV paneuropéennes, qui investissent à l’étranger et ont des investisseurs non-résidents.

Proposition 38

Préciser par voie législative ou à défaut dans le BOFIP-Impôts la situation des organismes de financement (OF) au regard de la TVA sur leur gestion, de la contribution sociale de solidarité des sociétés (C3S) et de la contribution économique territoriale (CET).

Les organismes de financement (Organismes de Titrisation et Organismes de Financement Spécialisé) ne sont aujourd’hui pas à situation égale au regard de la TVA sur leur gestion, de la C3S et de la CET. Certains organismes de titrisation, par exemple, ont été exonérés de la C3S par rescrit.

Afin d’assurer la compétitivité de ces structures face à leurs concurrents étrangers, notamment luxembourgeois, ainsi qu’une équité au sein des acteurs français, l’AFG souhaite que les dispositions du Code général des impôts relatives à l’exonération de TVA sur la gestion des OPCVM, des fonds ouverts à des investisseurs non-professionnels ainsi que professionnels, et des fonds d’épargne salariale, soient étendues à la gestion des OF. De même, l’article L. 137-30 du Code de la Sécurité Sociale prévoyant l’exonération de C3S pour les organismes de placement collectif constitués sous forme de sociétés devrait être étendu aux OF. Enfin, il nous semble pertinent de confirmer que les OF sous forme de sociétés n’entrent pas dans le champ d’application de la CFE et ne sont pas soumis à la CVAE.

IV. 2 Améliorer la compétitivité comptable

Proposition 39

Moderniser le plan comptable des OPC.

Le plan comptable sur la base duquel les comptes annuels des quelques 10 200 OPC de droit français sont présentés repose sur des fondements, d'origine souvent fiscale, de plus de 30 ans : fiscalité des personnes physiques, distribution obligatoire des revenus nets perçus et capitalisation des plus et moins-values. Les choses ont pourtant bien changé depuis lors.

Sans parler bien sûr de l'émergence de nouvelles structures d'OPC, de l'éligibilité de nouveaux instruments financiers à l'actif ou au passif des fonds, de l'harmonisation européenne induite notamment par les directives OPCVM V et AIFM et de la concurrence internationale, il est temps de revoir fondamentalement notre plan comptable des OPC pour le moderniser, améliorer la qualité de l'information comptable et la compétitivité des OPC de droit français dans le cadre de la distribution à l'étranger.

Telles sont les principales ambitions de l'initiative de revue en cours à l'ANC, largement appelée de ses vœux par l'AFG, qui contribue d'ailleurs à ces travaux depuis leur lancement en début d'année.

Proposition 40

Permettre à l'Union européenne d'amender les normes IFRS élaborées par l'IASB et ainsi ne plus devoir les adopter en l'état ou les rejeter.

L'Union européenne doit recouvrer sa souveraineté comptable en ayant la possibilité d'amender les normes IFRS et non pas de les adopter en l'état ou les rejeter (exemple d'IFRS 9).

Les normes comptables IFRS applicables aux émetteurs européens sont élaborées par l'IASB, organisme international de droit privé et indépendant, au sein duquel les européens sont minoritaires avec 4 (et même 3 *post-Brexit*) sièges sur 14. Si l'objectif poursuivi d'harmonisation et de comparabilité internationale est tout à fait légitime, et si ces normes font l'objet d'une homologation par la Commission européenne, via un règlement européen, avant d'être applicables dans l'Union européenne, l'approche retenue dans le processus d'approbation ne permet généralement pas d'amender la norme, même lorsque celle-ci présente des effets de bords importants sur certaines catégories d'émetteurs et/ou des effets pro cycliques indésirables.

Ces effets indésirables se sont par exemple fait sentir récemment sur les investisseurs en actions de long terme avec la mise en œuvre de la norme IFRS 9 qui a été adoptée en l'état, sans modification ni *carve out*, alors même que cette norme, comme d'autres, n'est pas appliquée dans son intégralité par d'autres pays, et tout particulièrement les États-Unis qui se laissent ainsi la possibilité d'adapter la norme lorsqu'ils l'estiment politiquement ou économiquement nécessaire.

Retrouver la possibilité de modifier certains éléments de ces normes pour les émetteurs européens permettrait d'éviter de confier *de facto* leur définition à un organisme privé et rétablirait un degré de souveraineté européenne sur ces normes comptables.

ANNEXES

Annexe 1 / L'écosystème français : les acteurs clés

Annexe 2 / Le cadre réglementaire français incitatif :
les aides à l'innovation

Annexe 3 / Réglementation boursière applicable
sur Euronext et Euronext Growth
(au 21 juillet 2018)

ANNEXE 1

L'ÉCOSYSTÈME FRANÇAIS : LES ACTEURS CLÉS

I. Les pôles de compétitivité en Île-de-France

À titre d'exemple, aujourd'hui, la région parisienne regroupe 6 pôles de compétitivité :

- Astech
- Cap Digital Paris Région
- Finance Innovation
- Medicen Paris région
- Mov'eo
- Systematic Paris Région

Parmi eux, le pôle de compétitivité Finance Innovation représente le fleuron français de la FinTech. Faisant partie de Paris EUROPLACE, ce pôle a été créé en 2008. Il s'agit de la principale plateforme d'approvisionnement et de support pour les entreprises FinTech en France et d'une usine de projets qui a déjà labellisé 500 projets innovants.

Avec plus de 500 membres (PME innovantes, banques, compagnies d'assurances, grandes universités, laboratoires de recherche, pouvoirs publics), Finance Innovation cherche à résoudre les principaux obstacles et opportunités dans l'écosystème financier :

- promouvoir et soutenir l'écosystème français de la FinTech aux niveaux local et international, tout en construisant des ponts avec les autres *hubs* de la FinTech ;
- défendre l'industrie des services financiers ;
- accompagner les Fintechs du territoire dans leur recherche de capital et de financement.

II. La reconnaissance des établissements français d'enseignement et de recherche

L'Île-de-France compte 678 200 étudiants : 16 universités avec 269 000 étudiants et 70 "Grandes Écoles".

Le système éducatif français est reconnu au niveau international :

- Global MBA : INSEAD français, n° 2 devant la London Business School et Harvard, HEC Paris n° 21 ;
- "Classement mondial 2015 des hautes écoles" du Times : 4 établissements d'enseignement supérieur dans le Top 200 ;
- ARWU "World University 2015 Ranking" (classement de Shanghai) : 2 universités dans le top 10 en mathématiques et dans le top 30 en physiques.

Il est à signaler également la renommée internationale des universités en mathématiques et en informatique : ingénieurs hautement qualifiés de Polytechnique, des Mines, de Centrale / Supelec, développeurs de l'École 42 ou d'Epitech, experts en informatique de Telecom, de l'ENSAI, de l'EISTI.

Par ailleurs, il est à préciser que de nombreux étudiants étrangers suivent une formation dans une université française :

- 18 % des étudiants étrangers dans les universités ;
- 111 000 étudiants étrangers à Paris, dont 9 000 doctorants.

III. Les investissements dans l'innovation

Les chiffres suivants montrent l'importance des flux financiers drainés par l'innovation en France :

- **Les dépenses internes de R&D des entreprises implantées en France (DIRDE) : 49,8 milliards d'euros en 2017 soit 2,27 % du PIB.** (Source : Enseignement supérieur et de la Recherche)
- **Les aides publiques françaises : sur la période 2011-2017, les aides directes à l'innovation ont été multipliées par 2,6 pour atteindre 3,1 milliards d'euros et le soutien financier du secteur public (État, Région, Europe) a atteint au total 10 milliards d'euros en 2018.** Sur la même période, les incitations fiscales ont été multipliées par 1,6 pour atteindre 6,7 milliards d'euros. (Source : rapport sur les aides à l'innovation, mars 2018)
- **Les aides de l'Union européenne : son soutien à l'innovation en France a augmenté de 79 % sur la période 2007-2016, de 668 millions d'euros à 1,2 milliard d'euros.** (Source : rapport sur les aides à l'innovation, mars 2018)
- **Nombre d'incubateurs/accélérateurs : 228 incubateurs et 51 accélérateurs en 2016.** (Chiffres Keyrus Innovation Factory)
- **Montant du capital-innovation investi dans l'économie : 875 millions d'euros investis en 2016.** (Source : France-Invest)
- **Nombre d'entreprises soutenues et ticket moyen investi par opération du capital-innovation : 634 entreprises soutenues en capital-innovation en 2016 et ticket moyen de 1,4 million d'euros.** (Source : France-Invest)
- **Business angels : 10 000 business angels en 2016, ticket moyen de 116 000 euros et montants investis de 42,7 millions d'euros.** (Source : France Angels)

ANNEXE 2

LE CADRE RÉGLEMENTAIRE FRANÇAIS INCITATIF : LES AIDES À L'INNOVATION

I. Recensement des principaux dispositifs de soutien à l'innovation⁵²

	Objectif du dispositif	Type de bénéficiaire (mono-partenaire / collaboratif)	Condition d'éligibilité au dispositif	Modalité d'attribution	Type d'aide	Acteur portant le dispositif	Volume financier en 2015
CIR (Crédit d'impôt recherche)	↑ des capacités privées en R&D	Toutes entreprises Mono-partenaire.	Réaliser des dépenses en R&D.	Automatique.	Crédit d'impôt.	État	5 555 M€
Crédit d'impôt innovation	↑ des capacités privées en R&D	PME Mono-partenaire.	Réaliser des dépenses d'innovation.	Automatique.	Crédit d'impôt.	État	108 M€
Jeunes Entreprises innovantes	↑ des capacités privées en R&D	PME Mono-partenaire.	Avoir moins de 8 ans. Réaliser des dépenses de R&D.	Automatique.	Exonération d'impôt et de charges sociales.	État	172 M€
Aides à l'innovation Bpifrance	↑ des capacités privées en R&D	PME Mono-partenaire ou collaboratif.	Mener des projets innovants avec une composante R&D.	Dépôt de dossier et sélection.	Subventions.	Bpifrance	148 M€
Concours d'innovation (CMI, CNI, AAP ADEME)	↑ des capacités privées en R&D	PME Mono-partenaire ou collaboratif.	Mener un projet innovant	Appel à projets	Subventions et avances remboursables	BPI, ADEME	59 M€
Soutien aux filières PIA	↑ des capacités privées en R&D	Toutes entreprises. Mono-partenaire ou collaboratif.	Mener un projet innovant.	Appel à projet, dépôt de dossier.	Subventions et avances remboursables.	BPI, CDC, ADEME, CNES, ONERA	808 M€
Pôle de compétitivité	↑ des capacités privées en R&D	Membre du pôle. Collaboratif.	Adhésion au pôle.	Appel à projets national.	Mise en réseau, services, accompagnement).	Pôles	
Aides à la recherche partenariale (FUI et PSPC)	↑ des capacités privées en R&D	Toutes entreprises. Mono-partenaire ou collaboratif.	Mener un projet innovant et collaboratif.	Dépôt de dossier et sélection.	Subventions.	État, BPI	104 M€
CIFRE (convention industrielle de formation par la recherche)	Accroître les retombées économiques de la recherche publique.	Toutes entreprises. Collaboratif.	Embaucher un doctorant.	Dépôt de dossier et sélection.	Subventions.	ANRT	46 M€
Instituts Carnot	Accroître les retombées économiques de la recherche publique.	Laboratoire public. Collaboratif.	Signer des contrats de recherche avec des entreprises.	Demande de label.	Financement du laboratoire.	ANR	57 M€

⁽⁵²⁾ Source : Système public d'aides à l'innovation, Direction Générale du Trésor, janvier 2018.

	Objectif du dispositif	Type de bénéficiaire (mono-partenaire / collaboratif)	Condition d'éligibilité au dispositif	Modalité d'attribution	Type d'aide	Acteur portant le dispositif	Volume financier en 2015
IRT/ITE	Accroître les retombées économiques de la recherche publique.	IRT / ITE Collaboratif.	Mettre en place un laboratoire mixte public / privé sur une thématique porteuse.	Appel à projet national.	Financement de l'IRT / ITE.	ANR	56 M€
SATT	Accroître les retombées économiques de la recherche publique.	Actionnaire académique de la SATT. Collaboratif.	Mettre en place une SAS de valorisation et abonder son capital en prenant des parts.	Appel à projet national.	Aides en natures (maturation technologique, valorisation).	ANR	98 M€
Soutien à l'entrepreneuriat innovant (French Tech, I-lab, PEPITE)	Soutenir la création et le développement des entreprises innovantes.	Personne physique et pour la French Tech jeunes entreprises.	Proposer un projet d'entreprise innovante.	Appel à projet.	Subventions.	Bpifrance	15 M€
Prêts Bpifrance (Amorçage / Innovation / fonds de garantie)	Soutenir la création et le développement des entreprises innovantes.	PME Mono-partenaire.	Avoir un projet innovant.	Dépôt de dossier.	Prêts.	BPI	62 M€
Action en fonds propres directs	Soutenir la création et le développement des entreprises innovantes.	PME Mono-partenaire.	Avoir un projet innovant.	Dépôt de dossier.	Fonds propres.	BPI	272 M€
Actions en fonds propres par fonds de fonds	Soutenir la création et le développement des entreprises innovantes.	Fonds de capital risque. Mono-partenaire.	Être un fonds de capital-risque.	Décision de BPI.	Fonds propres.	BPI	105 M€

II. Les critères d'éligibilité des dépenses au crédit d'impôt recherche (CIR)

Pour être éligibles au CIR, les dépenses doivent répondre aux conditions suivantes :

- correspondre à des opérations de recherche localisées au sein de l'Espace économique européen (EEE), sauf pour les dépenses de veille technologique et de défense des brevets ;
- déterminer le résultat imposable à l'impôt sur le revenu ou sur les sociétés.

Sont éligibles les dépenses suivantes :

- les dotations aux amortissements des biens et bâtiments affectées à la recherche ;
- les dépenses de personnel concernant les chercheurs et techniciens de recherche (le salaire des jeunes docteurs est pris en compte pour le double de son montant pendant 2 ans après leur embauche en CDI) ;

- les rémunérations supplémentaires des salariés auteurs d'une invention ;
- les dépenses de fonctionnement, fixées forfaitairement à 75 % des dotations aux amortissements et 50 % des dépenses de personnel (200 % pour les dépenses concernant les jeunes docteurs) ;
- les dépenses de recherche externalisées, confiées à tout organisme public, université, fondation reconnue d'utilité publique, association de la loi de 1901 ayant pour fondateur et membre un organisme de recherche ou une université. Les dépenses sont retenues pour le double de leur montant, à condition qu'il n'existe pas de lien de dépendance entre l'organisme et l'entreprise ;
- les dépenses de recherche confiées à des organismes agréés par le ministère de la Recherche (limitées à 3 fois le montant total des autres dépenses de recherche ouvrant droit au crédit d'impôt) ;
- les frais de brevets ;
- les dépenses de normalisation des produits de l'entreprise (pour 50 % du montant) ;
- les dépenses de veille technologique (60 000 euros par an maximum) ;
- les dépenses de nouvelles collections dans le secteur textile-habillement-cuir.

III. Les critères d'éligibilité des entreprises au statut de jeune entreprise innovante (JEI) ou de jeune entreprise universitaire (JEU)

Les entreprises doivent, à la clôture de chaque exercice, répondre à toutes les conditions suivantes :

- être une PME ;
- avoir moins de 8 ans d'existence (l'entreprise perd définitivement le statut de JEI l'année de son 8^e anniversaire) ;
- être indépendante (son capital doit être détenu pour 50 % au minimum par des personnes physiques, d'autres JEI détenues au moins à 50 % par des personnes physiques, des associations ou fondations reconnues d'utilité publique à caractère scientifique, des établissements de recherche et d'enseignement) ;
- ne pas avoir été créée dans le cadre d'une concentration, d'une restructuration, d'une extension d'activité, d'une reprise de telles activités ;
- réaliser des dépenses de R&D à hauteur de 15 % minimum des charges fiscalement déductibles au titre de cet exercice, à l'exclusion des charges engagées auprès d'autres JEI réalisant des projets de recherche et de développement.

Les JEU doivent en outre :

- appartenir, pour au moins 10 %, à des étudiants (ou diplômés d'un master ou d'un doctorat depuis moins de 5 ans) ou à des enseignants chercheurs ;
- avoir comme activité principale la valorisation de travaux de recherche réalisés auxquels ses dirigeants ou ses associés ont participé, au cours de leur scolarité ou dans l'exercice de leurs fonctions, au sein d'un établissement d'enseignement supérieur habilité à délivrer un diplôme conférant au moins le grade de master ;
- une convention doit être conclue entre l'entreprise et l'établissement d'enseignement supérieur.

ANNEXE 3

RÉGLEMENTATION BOURSIÈRE APPLICABLE SUR EURONEXT ET EURONEXT GROWTH (AU 21 JUILLET 2018)⁵³

Ce panorama des obligations des émetteurs vise à permettre d'identifier les principales obligations essentielles, notamment celles vis-à-vis de l'AMF et de l'opérateur de marché Euronext. Il ne saurait être considéré comme se substituant aux textes légaux et réglementaires et toute personne intéressée est invitée à consulter ceux-ci afin de s'assurer qu'elle est bien en conformité avec la réglementation en vigueur. Il est également possible de se référer au *“Panorama synthétique des principales obligations des émetteurs – Guide à destination des ETI / PME”*, publié par l'AMF en octobre 2017.

En outre, il importe de garder à l'esprit les modifications de certaines règles auxquelles sont susceptibles de conduire le relèvement à 8 millions d'euros du seuil de prospectus d'offre au public (depuis le 21 juillet 2018) et l'éventuelle obtention par Euronext Growth du label “marché de croissance des PME”.

	EURONEXT	EURONEXT GROWTH
Principales conditions d'admission aux négociations		
Diffusion minimum	Minimum de 25 % du capital ou 5 % si représente au moins 5 millions €.	2,5 millions € (offre au public ou admission par placement privé).
Historique des comptes	3 années de comptes certifiés.	2 années de comptes, dont le dernier exercice certifié.
Normes comptables	IFRS	Domestiques ou IFRS
Documents à rédiger	Prospectus visé par l'AMF (offre au public supérieure à 8 millions € et/ou admission de titres à la négociation).	En cas d'offre au public : prospectus visé par l'AMF au-dessus de 8 millions €. En cas d'admission par placement privé et d'offre inférieure à 8 millions € : pas de prospectus, document d'information sans visa AMF prévu par les règles de marché.
Listing sponsor		
Accompagnement par un listing sponsor	Non applicable.	Obligatoire.
Contenu de l'information financière et délais de publication		
1.1. Comptes annuels		
Communiqué de presse sur le CA annuel	Recommandé, dans les 3 mois.	Facultatif.
Rapport financier annuel (comptes annuels et consolidés + rapport de gestion + rapports des CAC)	Obligatoire, dans les 4 mois (directive Transparence).	Obligatoire, dans les 4 mois (règles de marché).
Déclaration des personnes physiques responsables du document	Obligatoire.	Non applicable.
Information pro forma	Oui, si les acquisitions ou cessions représentent plus de 25 % de certains agrégats.	Non applicable, sauf en cas d'opération financière donnant lieu à une offre au public et soumise à un prospectus.

⁽⁵³⁾ Source : rapport annuel 2017 de l'OFEM (observatoire du financement des entreprises par le marché).

	EURONEXT	EURONEXT GROWTH
1.1. Comptes annuels (suite)		
Déclaration de performance extrafinancière (information ESG complète⁵⁴) ou information RSE dans le rapport de gestion	Obligatoire (pour les exercices ouverts à compter du 1 ^{er} août 2017) au-dessus de certains seuils ⁵⁵ . Information allégée sous ces seuils (quelques indicateurs clefs de performance, indications sur les risques financiers liés aux effets du changement climatique, stratégie bas-carbone de l'entreprise).	Obligatoire (pour les exercices ouverts à compter du 1 ^{er} août 2017) pour les grandes entreprises, si certains seuils sont dépassés ⁵⁶ . À défaut, information simplifiée (quelques indicateurs clefs de performance, notamment sur les questions d'environnement et de personnel) si la société dépasse certains seuils ⁵⁷ .
Information relative au nombre de droits de vote et d'actions	Obligatoire, chaque mois si la variation est significative.	Obligatoire, chaque mois si la variation est significative.
Avis relatif à l'approbation des comptes annuels	Obligatoire, 45 jours après l'assemblée générale ordinaire.	Non applicable.
Document de référence	Facultatif.	
1.2. Comptes semestriels		
Rapport financier semestriel	Obligatoire, dans les 3 mois (directive Transparence).	Obligatoire, dans les 4 mois (règles de marché).
Comprenant une déclaration des personnes physiques responsables du document	Obligatoire.	Non applicable.
Comprenant la revue limitée des commissaires aux comptes	Obligatoire.	Non applicable.
1.3. Information financière trimestrielle		
Information financière trimestrielle	Recommandation AMF ⁵⁸ .	

⁽⁵⁴⁾ La déclaration de performance extra-financière inclut les informations suivantes (article L. 225-102-1 du Code de commerce) :

- celles prévues par la directive 2014/95/UE du 22 octobre 2014 soit : « dans la mesure nécessaire à la compréhension de la situation de la société, de l'évolution de ses affaires, de ses résultats économiques et financiers et des incidences de son activité, (...) des informations sur la manière dont la société prend en compte les conséquences sociales et environnementales de son activité, ainsi que (...) les effets de cette activité quant au respect des droits de l'homme et à la lutte contre la corruption » ;
- des informations « relatives aux conséquences sur le changement climatique de l'activité de la société et de l'usage des biens et services qu'elle produit, à ses engagements sociétaux en faveur du développement durable, de l'économie circulaire et de la lutte contre le gaspillage alimentaire, aux accords collectifs conclus dans l'entreprise et à leurs impacts sur la performance économique de l'entreprise ainsi que sur les conditions de travail des salariés et aux actions visant à lutter contre les discriminations et promouvoir les diversités ».

⁽⁵⁵⁾ Si la société cotée dépasse les seuils suivants : 20 millions d'euros de total de bilan ou 40 millions d'euros de chiffre d'affaires net et nombre moyen de salariés permanents employés au cours de l'exercice supérieur ou égal à 500.

⁽⁵⁶⁾ Les sociétés non cotées sur un marché réglementé (dont celles cotées sur Euronext Growth) doivent excéder les seuils suivants : 100 millions d'euros de total de bilan ou de chiffre d'affaires net et nombre moyen de salariés permanents employés au cours de l'exercice supérieur ou égal à 500.

⁽⁵⁷⁾ Les sociétés non cotées sur un marché réglementé (dont celles cotées sur Euronext Growth) doivent excéder deux des trois seuils suivants : 4 millions d'euros de total de bilan, 8 millions d'euros de chiffre d'affaires net et nombre moyen de salariés permanents employés au cours de l'exercice supérieur ou égal à 50.

⁽⁵⁸⁾ La directive Transparence révisée prévoit notamment que les États membres ne peuvent plus imposer la publication d'informations financières trimestrielles mais conservent, néanmoins, la possibilité de demander de telles informations lorsque cela ne représente pas une "charge financière disproportionnée", notamment pour les PME, et que l'information additionnelle est "proportionnée aux facteurs qui contribuent à la prise de décisions d'investissement par les investisseurs". L'AMF a publié le 3 février 2015 une recommandation sur l'information financière intermédiaire afin d'accompagner les émetteurs en la matière.

	EURONEXT	EURONEXT GROWTH
1.4. Autres informations		
Information privilégiée (i.e. non publique, précise et susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours de bourse)	Obligatoire, dès que possible après clôture de la séance.	
Diffusion de l'information financière	Diffusion effective et intégrale par voie électronique selon les modalités définies par le RG AMF ou par l'intermédiaire d'un diffuseur professionnel.	Mise en ligne sur le site internet de la société et celui d'Euronext Growth.
Gouvernement d'entreprise et contrôle interne		
Rapport du conseil sur le gouvernement d'entreprise et les rémunérations	Obligatoire, pour les exercices ouverts à compter du 1 ^{er} janvier 2017.	
Information sur la rémunération des mandataires sociaux	Obligatoire, dans le cadre du rapport du conseil sur le gouvernement d'entreprise. Information spécifique, dans le cadre du "say on pay", sur la politique de rémunération et les rémunérations attribuées aux dirigeants mandataires sociaux.	Obligatoire, dans le cadre du rapport du conseil sur le gouvernement d'entreprise.
Information sur les éléments susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique	Obligatoire, dans le rapport du conseil sur le gouvernement d'entreprise.	
Information sur la diversité au sein du conseil dans le rapport sur le gouvernement d'entreprise	Obligatoire, mais selon le principe "appliquer ou expliquer" et au-dessus de certains seuils. ⁵⁹ Description de la politique de diversité selon certains critères, de ses objectifs, modalités de mise en œuvre et résultats.	
Information sur le contrôle interne et la gestion des risques dans le rapport de gestion (suppression du rapport du président)	Information sur les principales caractéristiques des procédures de contrôle interne et de gestion des risques relatives à l'élaboration et au traitement de l'information comptable et financière.	
Référence à un code de gouvernement d'entreprise	Mention obligatoire de l'application ou non d'un code.	Non applicable.
Say on pay sur les rémunérations des dirigeants	Deux votes contraignants : <i>ex ante</i> sur la politique de rémunération et <i>ex post</i> sur les rémunérations attribuées ou dues au cours de l'exercice.	Non applicable.
Comité d'audit	Obligatoire, sauf si la société fait le choix du conseil se réunissant en formation de comité d'audit.	Non applicable.
Représentation équilibrée des femmes et des hommes au sein des conseils : au moins 40 % de chaque sexe représenté	Obligatoire.	Obligatoire, si 2 des 3 seuils suivants sont dépassés durant 3 exercices consécutifs : plus de 500 salariés <u>et</u> CA global <u>ou</u> total de bilan d'au moins 50 millions €.
Règle de rotation des commissaires aux comptes	Obligatoire.	Non applicable.
Information de l'AMF en cas de procédure d'alerte	Obligatoire.	Non applicable.

⁽⁵⁹⁾ Si la société dépasse deux des trois seuils suivants : 20 millions d'euros de total de bilan, 40 millions d'euros de chiffre d'affaires net ou nombre moyen de salariés permanents employés au cours de l'exercice supérieur ou égal à 250.

	EURONEXT	EURONEXT GROWTH	
Prévention des opérations d'initiés			
Listes d'initiés		Obligatoire. ⁶⁰	
Abstention de transaction en cas de détention d'une information privilégiée		Obligatoire.	
Différé de publication d'une information privilégiée	Possible dès lors que les trois conditions requises sont réunies. L'AMF doit être informée du différé au moment de la publication de l'information privilégiée qui avait été différée par l'émetteur.		
Opérations sur le capital			
Descriptif et objectifs du programme de rachat d'actions	Obligatoire, préalablement à la mise en œuvre du contrat ou en cas de modification en cours de contrat.		
Opérations effectuées dans le cadre du programme de rachat d'action	Publication obligatoire dans les 7 jours de bourse.		
Mise en œuvre d'une offre publique de rachat d'actions (OPRA)	Oui, <u>avec</u> contrôle AMF.	Oui, <u>sans</u> contrôle AMF.	
Délégation au CA pour augmenter le capital en rémunération d'un apport de titres dans la limite de 10 %	Oui (pour une durée maximale de 26 mois).	Non.	
Règles relatives aux dirigeants			
Intéressement des salariés en cas d'attribution de stocks-options ou actions gratuites	Obligatoire.	Non applicable.	
Représentation des salariés actionnaires au conseil s'ils détiennent plus de 3 % du capital	Obligatoire.	Non applicable.	
Déclaration des opérations sur titres à l'AMF et à l'émetteur	Obligatoire, à partir de 20 000 € par année civile.		
Règles relatives aux actionnaires et franchissements de seuil			
Déclaration des pactes d'actionnaires	Obligatoire.	Non applicable.	
Déclaration à l'AMF et à l'émetteur des franchissements de seuils (5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 1/3, 50 %, 2/3, 90 % et 95 %)	Obligatoire.	<i>Société cotée sur Euronext Growth :</i> seuls les franchissements des seuils de 50 % et 95 % sont déclarés à l'émetteur et à l'AMF.	<i>Société transférée sur Euronext Growth :</i> même régime que sur Euronext, pendant 3 ans à compter de la date de transfert.
Déclaration d'intention lors du franchissement des seuils de 10 %, 15 %, 20 % et 25 %	Obligatoire.	Non applicable, <i>sauf société transférée sur Euronext Growth :</i> même régime que sur Euronext, pendant 3 ans à compter de la date de transfert.	
Droits de vote double	Les actionnaires inscrits au nominatif pendant plus de 2 ans disposent automatiquement de droits de vote double, sauf clause contraire des statuts de la société.	Droits de vote double uniquement si les statuts de la société le prévoient.	

⁽⁶⁰⁾ Les listes d'initiés doivent être horodatées (date et heure à laquelle une information privilégiée a été transmise) et comporter les coordonnées détaillées des initiés (nom, adresse, numéro de téléphone).

	EURONEXT	EURONEXT GROWTH
Règles relatives aux offres publiques		
Dépôt obligatoire d'une offre publique en cas de franchissement d'un certain seuil	Si franchissement du seuil de 30 % du capital ou des droits de vote ou en cas d'augmentation de plus de 1 % sur 12 mois entre 30 % et 50 % ("excès de vitesse").	Seuil de 50 %. <i>Sauf société transférée sur Euronext Growth</i> : même régime que sur Euronext pendant 3 ans à compter de la date de transfert.
Modalités pratiques et règles procédurales des offres publiques	Variables selon le type d'offre.	Calquées sur celles de l'offre de procédure simplifiée sur Euronext.
Règles relatives aux offres publiques de retrait	Obligatoire.	Obligatoire.
Faculté de retrait obligatoire en cas de détention de plus de 95 % du capital et des droits de vote (" <i>squeeze-out</i> ")	Oui.	
Faculté, à l'initiative de l'actionnaire majoritaire, de radiation de la cote en cas de faible liquidité	Oui, dans les conditions de liquidité et d'offre préalable prévues par les règles de marché.	

REMERCIEMENTS

L'Association Française de la Gestion financière remercie l'ensemble des personnes ayant participé à l'élaboration de ce Livre blanc.

SES MEMBRES

Didier Deleage, Edmond de Rothschild
Asset Management (France)

Muriel Faure,
J. de Demandolx Gestion

Jean-Pierre Grimaud,
OFI Asset Management

Stéphane Janin,
AXA Investment Managers

Philippe Legrand,
RBC Investor Services France SA

William Margoline,
CM-CIC Asset Management

Yann de Saint Meleuc,
A2 Consulting

SES COLLABORATEURS

Jérôme Abisset

Pierre Bollon

Virginie Buey

Delphine Charles-Péronne

Arabelle Conte

Cyril Greco

Arnaud Jacoulet

Éric Pagniez

Éric Sidot

Aloïs Thiant

et Thomas Valli

COMITÉ DE RELECTURE

Jean-Pierre Grimaud, OFI Asset Management

Stéphane Janin, AXA Investment Managers

William Margoline, CM-CIC Asset Management

Dominique de Préneuf, AFG

Éric Sidot, AFG

Jean-Pierre Grimaud, membre du Comité stratégique de l'AFG et sponsor de la Mission Compétitivité de la Place de Paris, a piloté ces travaux.

Éric Sidot, AFG, en a été le coordonnateur.

Document achevé de rédiger le 23 mai 2019.

AFG
Service Communication

41 rue de la Bienfaisance
75008 Paris

T: 01 44 94 94 00

45 rue de Trèves

1040 Bruxelles

T: +32 2 486 02 90

 @AFG_France

www.afg.asso.fr

