



# Le rapporteur général de la Commission des Finances

Albéric de Montgolfier (Les Républicains – Eure-et-Loir)

Rapport  
d'information

**Places financières : quelle  
stratégie française face au  
*Brexit* ?**

---

VERSION PROVISOIRE



## SOMMAIRE

	<u>Pages</u>
<b>LISTE DES RECOMMANDATIONS.....</b>	<b>7</b>
<b>AVANT-PROPOS .....</b>	<b>9</b>
 <b>PREMIÈRE PARTIE</b> <b>LA PLACE DE PARIS EST PARVENUE À SE POSITIONNER PARMIS LES</b> <b>CENTRES FINANCIERS DE RÉFÉRENCE EN EUROPE, SANS TOUTEFOIS</b> <b>EXPLOITER PLEINEMENT SES ATOUTS</b>	
<b>I. LA PLACE DE PARIS DISPOSE DE NOMBREUX ATOUTS POUR FIGURER</b> <b>PARMI LES PREMIERS CENTRES FINANCIERS À L'ÉCHELLE</b> <b>INTERNATIONALE.....</b>	<b>13</b>
<b>A. L'OBJECTIF DE DÉVELOPPER UNE PLACE FINANCIÈRE DOMESTIQUE DE</b> <b>RÉFÉRENCE GARDE TOUTE SA PERTINENCE.....</b>	<b>13</b>
1. <i>L'existence d'une place financière de référence favorise le bon développement de</i> <i>l'industrie financière, exerçant ainsi des effets positifs sur l'activité et l'emploi.....</i>	<b>13</b>
2. <i>Le rayonnement de la place financière est un élément majeur de l'attractivité et du</i> <i>dynamisme d'un territoire .....</i>	<b>15</b>
<b>B. LA PLACE DE PARIS DISPOSE D'ATOUTS INDÉNIABLES POUR JOUER LES</b> <b>PREMIERS RÔLES EN MATIÈRE FINANCIÈRE .....</b>	<b>16</b>
1. <i>Une formation en finance de premier plan .....</i>	<b>17</b>
2. <i>Une métropole mondiale dotée d'infrastructures de qualité .....</i>	<b>18</b>
3. <i>Un marché immobilier attractif pour les entreprises .....</i>	<b>19</b>
4. <i>Un centre financier qui bénéficie d'une épargne domestique abondante et de la présence</i> <i>de grandes entreprises .....</i>	<b>20</b>
5. <i>Des autorités de supervision efficaces et reconnues au plan international .....</i>	<b>21</b>
<b>II. CES ATOUTS MAJEURS POURRAIENT ÊTRE MIEUX VALORISÉS.....</b>	<b>22</b>
<b>A. APRÈS LONDRES, LA PLACE DE PARIS CONSTITUE LE CENTRE FINANCIER</b> <b>DE RÉFÉRENCE EN EUROPE .....</b>	<b>22</b>
1. <i>Le secteur bancaire.....</i>	<b>24</b>
2. <i>Le secteur des infrastructures de marché .....</i>	<b>25</b>
3. <i>L'industrie de la gestion d'actifs .....</i>	<b>27</b>
4. <i>Le secteur de l'assurance.....</i>	<b>28</b>
5. <i>Le secteur des fintech .....</i>	<b>29</b>
<b>B. L'INTERNATIONALISATION DE LA PLACE DE PARIS EST PÉNALISÉE PAR</b> <b>L'INADAPTATION DE SON ENVIRONNEMENT FISCAL, SOCIAL ET</b> <b>RÉGLEMENTAIRE .....</b>	<b>30</b>
1. <i>La place de Paris éprouve des difficultés pour attirer les entreprises et les capitaux</i> <i>étrangers .....</i>	<b>31</b>
2. <i>Son internationalisation apparaît pénalisée par l'inadaptation de son environnement</i> <i>fiscal, social et réglementaire .....</i>	<b>36</b>

**DEUXIÈME PARTIE**  
**LE BREXIT POURRAIT PERMETTRE UN RÉÉQUILIBRAGE DU PAYSAGE**  
**FINANCIER EUROPÉEN AU PROFIT DE PARIS, À CONDITION D'ÊTRE**  
**CORRECTEMENT NÉGOCIÉ**

<b>I. LE BREXIT EST SUSCEPTIBLE DE FAVORISER UN RÉÉQUILIBRAGE DU PAYSAGE FINANCIER EUROPÉEN DONT L'AMPLEUR DÉPENDRA DE L'ISSUE DES NÉGOCIATIONS .....</b>	<b>47</b>
<b>A. LA PERTE D'ACCÈS AU MARCHÉ UNIQUE FRAGILISE LA CAPACITÉ DE L'INDUSTRIE FINANCIÈRE BRITANNIQUE À DÉPLOYER SES ACTIVITÉS EN EUROPE .....</b>	<b>47</b>
1. <i>La place de Londres constitue pour de nombreux acteurs financiers une porte d'entrée vers l'Union européenne.....</i>	<i>47</i>
2. <i>La perte du « passeport européen » est susceptible de se traduire par des transferts d'activités et d'emplois importants, au détriment de Londres.....</i>	<i>49</i>
<b>B. LES EFFETS DE LA PERTE DU « PASSEPORT » DÉPENDRONT LARGEMENT DE L'ISSUE DES NÉGOCIATIONS MENÉES AVEC LE ROYAUME-UNI ET NOS PARTENAIRES EUROPÉENS.....</b>	<b>54</b>
1. <i>Si certains services financiers pourraient continuer d'être fournis depuis le Royaume-Uni après le Brexit, les régimes d'équivalence existants ne constituent pas une réelle alternative au « passeport » .....</i>	<i>54</i>
2. <i>La City et les autorités britanniques demandent la mise en place d'un régime « avancé » d'équivalence et d'un accord général de transition .....</i>	<i>57</i>
<b>II. LA POSITION FRANÇAISE DEVRAIT ÊTRE GUIDÉE PAR LA NÉCESSITÉ DE PROTÉGER LA STABILITÉ FINANCIÈRE ET DE GARANTIR UNE CONCURRENCE ÉQUITABLE EN EUROPE .....</b>	<b>59</b>
<b>A. IL NE SAURAIT ÊTRE ADMIS QUE DES INFRASTRUCTURES CRUCIALES POUR LE BON FONCTIONNEMENT DES MARCHÉS EUROPÉENS SOIENT SOUMISES À UN RÉGIME JURIDIQUE ET À UNE SUPERVISION DISTINCTS DE CEUX DE L'UNION EUROPÉENNE.....</b>	<b>59</b>
1. <i>Préserver la stabilité financière européenne impose de localiser les chambres de compensation systémiques dans l'Union européenne ou d'organiser leur supervision extraterritoriale.....</i>	<i>59</i>
2. <i>Si la solution de la localisation apparaît la plus satisfaisante sur le plan de la stabilité financière, son opportunité doit faire l'objet d'une étude approfondie.....</i>	<i>61</i>
<b>B. LES CONDITIONS D'UNE CONCURRENCE ÉQUITABLE EN EUROPE DOIVENT ÊTRE PRÉSERVÉES .....</b>	<b>62</b>
1. <i>Le Brexit révèle la fragilité des régimes d'équivalence existants par le risque de divergence réglementaire qu'il induit.....</i>	<i>62</i>
2. <i>Le risque de contournement de la perte du passeport par la mise en place d'entités « boîte aux lettres » demeure insuffisamment pris en compte.....</i>	<i>64</i>
3. <i>Les pouvoirs de l'ensemble des autorités de supervision doivent être renforcés et l'autorité bancaire européenne relocalisée à Paris .....</i>	<i>66</i>

**TROISIÈME PARTIE**  
**TIRER PLEINEMENT PARTI DU BREXIT SUPPOSE DE POURSUIVRE LE**  
**RENFORCEMENT DE LA COMPÉTITIVITÉ DE LA PLACE DE PARIS**

<b>I. LES INITIATIVES ENGAGÉES DEPUIS LE BREXIT POUR PESER SUR LES CHOIX DE RELOCALISATION DES ACTEURS FINANCIERS NE SONT PAS À LA HAUTEUR DES AMBITIONS DE LA PLACE DE PARIS.....</b>	<b>71</b>
<b>A. LA STRATÉGIE DE VALORISATION DE LA PLACE DE PARIS AUPRÈS DES ACTEURS BRITANNIQUES APPARAÎT GLOBALEMENT EFFICACE.....</b>	<b>71</b>
1. <i>La mobilisation conjointe de l'ensemble des pouvoirs publics et du secteur privé a été perçue positivement à l'international.....</i>	<i>71</i>
2. <i>La création d'un guichet unique et de procédures accélérées sont susceptibles de faciliter les relocalisations.....</i>	<i>72</i>
<b>B. LES RÉFORMES VISANT À RENFORCER LA COMPÉTITIVITÉ DE LA PLACE APPARAISSENT INSUFFISANTES ET PARTIELLEMENT CONTRADICTOIRES.....</b>	<b>73</b>
1. <i>La sécurisation bienvenue du financement du Charles-de-Gaulle-Express.....</i>	<i>74</i>
2. <i>Une réforme du régime des impatriés qui ne permet pas d'apporter une réponse suffisante au différentiel de coût du travail entre la place de Paris et ses concurrents.....</i>	<i>75</i>
3. <i>Une baisse bienvenue du taux de l'impôt sur les sociétés, désormais inférieur au taux allemand, mais contrebalancée par le renoncement à supprimer complètement la C3S.....</i>	<i>75</i>
4. <i>Le durcissement malvenu de la taxe sur les transactions financières et du régime des actions gratuites.....</i>	<i>76</i>
<b>II. DE NOUVELLES RÉFORMES DEVRAIENT ÊTRE ENGAGÉES POUR PERMETTRE À LA PLACE DE PARIS DE TIRER PLEINEMENT PARTI DU BREXIT ET DE S'INTERNATIONALISER.....</b>	<b>77</b>
<b>A. RENFORCER LA COMPÉTITIVITÉ DU CADRE FISCAL.....</b>	<b>77</b>
1. <i>Réduire l'écart de coût du travail pour les entreprises françaises du secteur financier.....</i>	<i>77</i>
2. <i>Revenir sur le durcissement de la taxe sur les transactions financières.....</i>	<i>80</i>
3. <i>Restaurer la compétitivité du régime des stock-options.....</i>	<i>83</i>
4. <i>Clarifier le statut fiscal de la société de libre partenariat, pour que l'industrie française de la gestion d'actifs dispose d'un véhicule concurrentiel au niveau européen.....</i>	<i>85</i>
<b>B. RÉNOVER LE CADRE JURIDIQUE APPLICABLE AUX SERVICES FINANCIERS.....</b>	<b>87</b>
1. <i>Assouplir le droit des titres en introduisant les actions à droit de vote multiple.....</i>	<i>87</i>
2. <i>Clarifier le cadre réglementaire de l'assurance vie.....</i>	<i>88</i>
<b>C. MODERNISER LE SYSTÈME DE RÉGULATION.....</b>	<b>90</b>
1. <i>Favoriser le développement et la connaissance des fintech en mettant en place une régulation spécifique et adaptée à l'innovation.....</i>	<i>91</i>
2. <i>Diversifier les recrutements et les parcours à l'ACPR.....</i>	<i>94</i>
<b>D. ADAPTER LE DROIT DU TRAVAIL.....</b>	<b>95</b>
<b>EXAMEN EN COMMISSION.....</b>	<b>99</b>
<b>LISTE DES PERSONNES ENTENDUES.....</b>	<b>101</b>

Version provisoire

---

## LISTE DES RECOMMANDATIONS

### 1/ Protéger la stabilité financière et garantir une concurrence équitable en Europe dans le cadre du Brexit :

**Recommandation n° 1 :** étudier l'opportunité d'introduire une obligation de localiser au sein de l'Union européenne les infrastructures d'importance systémique dont les activités sont libellées en euro, afin de préserver la stabilité financière.

**Recommandation n° 2 :** rendre plus exigeants les régimes d'équivalence afin de maîtriser les risques de divergence réglementaire.

**Recommandation n° 3 :** préciser les critères de substance devant être exigés par les autorités nationales en cas de délégation de gestion au bénéfice d'un pays tiers et renforcer la gouvernance et les pouvoirs de l'autorité européenne des marchés financiers, afin de prévenir l'installation d'entités « boîte aux lettres » au sein de l'Union européenne.

**Recommandation n° 4 :** localiser à Paris l'autorité bancaire européenne, à proximité de l'autorité européenne des marchés financiers, afin de faciliter la nécessaire coordination de la réglementation des établissements bancaires, des services d'investissement et des activités de marché.

### 2/ Renforcer la compétitivité du cadre fiscal :

**Recommandation n° 5 :** supprimer la tranche supérieure du barème de la taxe sur les salaires, afin de réduire l'écart de coût du travail entre la place de Paris et ses principaux concurrents européens.

**Recommandation n° 6 :** renforcer le régime des impatriés par la mise en place d'une exonération totale de taxe sur les salaires, afin de réduire l'écart de coût du travail entre la place de Paris et ses principaux concurrents européens.

**Recommandation n° 7 :** ramener le taux de la taxe sur les transactions financières de 0,3 % à 0,2 % et supprimer l'extension aux transactions intrajournalières, dans l'attente des résultats de la négociation sur le projet européen de taxe sur les transactions financières.

**Recommandation n° 8 :** modifier le régime des stock-options, afin de rapprocher le niveau de taxation de l'ensemble des plans d'intéressement à long terme de la moyenne européenne.

**Recommandation n° 9 :** adosser la société de libre partenariat à un régime fiscal adapté aux besoins des investisseurs internationaux, afin que le secteur de la gestion d'actifs dispose d'un véhicule concurrentiel au niveau européen.

**3/ Rénover le cadre juridique applicable aux services financiers :**

**Recommandation n° 10 :** assouplir le droit des titres par l'introduction d'actions à droit de vote multiple, afin de répondre aux besoins des émetteurs.

**Recommandation n° 11 :** moderniser le code des assurances afin de lever les freins à l'attractivité de l'assurance vie française et de garantir des conditions de concurrence équitables au niveau européen.

**4/ Moderniser le système de régulation :**

**Recommandation n° 12 :** afin d'encourager l'innovation financière, mettre en place un « bac à sable » réglementaire permettant des dérogations temporaires et encadrées aux règles de droit commun pour les fintech.

**Recommandation n° 13 :** diversifier les recrutements et les parcours professionnels au sein de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), afin de se rapprocher des pratiques les plus efficaces en matière de ressources humaines.

**5/ Adapter le droit du travail :**

**Recommandation n° 14 :** instaurer un barème encadrant les indemnités prononcées par le juge en cas de licenciement sans cause réelle et sérieuse, afin de garantir davantage de prévisibilité aux employeurs.

Version provisoire



---

Mesdames, Messieurs,

Depuis l'annonce des résultats du référendum sur le maintien du Royaume-Uni dans l'Union européenne (UE), **le thème de la compétitivité des places financières fait l'objet d'une attention croissante**, le *Brexit* étant susceptible de fragiliser la capacité de l'industrie financière britannique à déployer ses activités en Europe.

Dans ce nouvel environnement aux contours incertains, **deux questions majeures** se posent.

La première, qui a jusqu'à présent concentré l'attention, porte sur **l'ampleur** et la **destination** des relocalisations qui pourraient être décidées par les acteurs financiers exerçant actuellement leurs activités depuis Londres afin de sécuriser leur accès au marché européen.

Cette interrogation apparaît aujourd'hui d'autant plus pressante que la Première ministre britannique Theresa May, dans un discours prononcé à *Lancaster House* le 17 janvier 2017, a **manifestement opté pour une sortie du marché intérieur**, engageant ainsi le Royaume-Uni sur la voie d'un *Brexit* « dur ».

Alors que la place de Londres était parvenue depuis les années 1980 à retrouver le rang de premier centre financier mondial qu'elle avait perdu au lendemain de la Première guerre mondiale, tout en consolidant sa prééminence en Europe<sup>1</sup>, **le Brexit apparaît ainsi comme un événement susceptible de provoquer un rééquilibrage du paysage financier européen.**

Paradoxalement, l'« *effet de place* »<sup>2</sup>, qui tend selon la littérature économique à favoriser la concentration en un lieu géographique « *de multiples acteurs qui concourent au bon fonctionnement des marchés financiers au sein d'écosystèmes dégageant d'importantes synergies* » afin d'apporter « *aux agents économiques financiers des services spécialisés et rapprochés indispensables*

---

<sup>1</sup> Pour une description détaillée de l'évolution historique de la City, voir notamment : David Kynaston, *City of London: The History*, Vintage, 2012 ; Iain Martin, *Crash Bang Wallop*, Sceptre, 2017.

<sup>2</sup> Voir sur ce point : Alexandre Duvoivier, « L'attractivité des places financières », Bulletin de la Banque de France, n° 123, mars 2004.

pour la conduite de leurs opérations »<sup>1</sup>, apparaît en effet à la fois comme un phénomène « *extrêmement robuste et extrêmement fragile* »<sup>2</sup>.

**Extrêmement robuste**, d'une part, parce qu'une fois la dynamique enclenchée, il est particulièrement difficile de « *rattraper* » une place ayant atteint la « *masse critique* » en la concurrençant « *sur les prix ou les coûts* »<sup>3</sup>. L'activité financière figure ainsi « *parmi les plus hiérarchisées à l'échelle mondiale* », un nombre très restreint de grands centres financiers « *concentrant des opérations dont les montants sont colossaux comparés à l'activité de centres plus petits, et disproportionnés par rapport à la plupart des indicateurs d'activité économique* »<sup>4</sup>.

**Extrêmement fragile**, d'autre part, parce que le déclin des places financières apparaît historiquement comme aussi « *brutal* » et « *inattendu* »<sup>5</sup> que leur émergence : de Gênes à Amsterdam en passant par Anvers, de multiples exemples<sup>6</sup> illustrent le fait que « *lorsque l'équilibre se rompt, que les champs de force et la direction des flux économiques se modifient, alors (...) le monde se polarise différemment* »<sup>7</sup>.

**Aussi, bien que les conséquences à long terme du Brexit demeurent à ce jour largement indéterminées<sup>8</sup>, les pouvoirs publics s'efforcent d'ores et déjà de peser sur les futures décisions de relocalisation des acteurs financiers.** La place de Paris semble de ce point de vue avoir renoué avec « *son ambition séculaire* »<sup>9</sup> de compter parmi les premiers centres financiers à l'échelle internationale, comme en témoignent les mesures visant à renforcer son attractivité annoncées conjointement le 6 juillet 2016 à l'occasion des « *rencontres Paris Europlace* » par le Premier ministre, Manuel Valls, la présidente de la Région Île-de-France, Valérie Pécresse, et la maire de Paris, Anne Hidalgo<sup>10</sup>.

<sup>1</sup> Hervé Hannoun, « *Places financières et banques centrales* », Revue d'économie financière, n° 57, 2000, p. 4.

<sup>2</sup> Inspection générale des finances (IGF), « *L'entreprise et l'hexagone* », septembre 2000, p. 183.

<sup>3</sup> Ibid.

<sup>4</sup> Pierre-Cyrille Hautcoeur, « *Financial centres* », article pour le Palgrave Dictionary of Transnational History, à paraître, p. 1.

<sup>5</sup> Inspection générale des finances (IGF), « *L'entreprise et l'hexagone* », précité, p. 183.

<sup>6</sup> Les travaux de Fernand Braudel décrivent ainsi l'évolution de la hiérarchie internationale des places financières depuis la Renaissance. Voir sur ce point : Fernand Braudel, *Civilisation, économie et capitalisme, XVe-XVIIIe siècle*, tome 3 : Le temps du monde, Références, 1993.

<sup>7</sup> Inspection générale des finances (IGF), « *L'entreprise et l'hexagone* », précité, p. 183.

<sup>8</sup> Voir sur ce point : Rapport d'information n° 656 (2015-2016) d'Albéric de Montgolfier fait au nom de la commission des finances, 1<sup>er</sup> juin 2016.

<sup>9</sup> Laure Quennouëlle-Corre, *La place financière de Paris au XXe siècle : des ambitions contrariées*, Institut de la gestion publique et du développement économique, 2015, p. 2.

<sup>10</sup> Voir notamment : Discours du Premier ministre aux rencontres financières Paris Europlace, 6 juillet 2016.

---

Dans ce contexte, le présent rapport a donc d'abord pour objet d'appréhender les forces et les faiblesses de Paris par rapport à ses principaux concurrents – afin, le cas échéant, de formuler des recommandations permettant de renforcer sa compétitivité.

L'ampleur du rééquilibrage du paysage financier européen dépendra toutefois fortement de la nature des relations futures entre le Royaume-Uni et l'Union européenne. Les vingt-sept États membres et la Commission européenne, sous l'impulsion du négociateur en chef Michel Barnier<sup>1</sup>, considèrent à juste titre qu'il convient d'abord de s'accorder sur les conditions du « divorce » - et plus particulièrement sur la protection des droits des citoyens et le règlement financier du *Brexit*. Cependant, il apparaît dès à présent nécessaire **d'identifier les grands enjeux de la négociation relative aux services financiers** et de réfléchir aux **réponses susceptibles d'être apportées** aux demandes britanniques et aux inquiétudes des acteurs économiques.

En effet, le poids prépondérant occupé actuellement par Londres dans le domaine des services financiers est susceptible de créer un **arbitrage difficile** entre, d'une part, la volonté de **préserver la souveraineté et la stabilité financière de l'Union**, qui semble exclure que des fonctions financières centrales pour l'économie européenne « soient soumises à un régime juridique et à une supervision distincts de ceux de l'Union européenne »<sup>2</sup>, et, d'autre part, la nécessité de **tenir compte des risques de perturbation pour le financement des entreprises**.

**Les négociations portant sur les services financiers menées avec le Royaume-Uni et nos partenaires européens constituent ainsi la deuxième question majeure abordée par le présent rapport.** À cet égard, ce dernier a vocation à poursuivre les réflexions engagées par le groupe de suivi sur le retrait du Royaume-Uni et la refondation de l'Union européenne, mis en place au Sénat à l'initiative des commissions des affaires étrangères et des affaires européennes<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> Commission européenne, « Recommandation de décision du Conseil autorisant la Commission à ouvrir des négociations en vue de la conclusion d'un accord avec le Royaume-Uni de Grande Bretagne et d'Irlande du Nord fixant les modalités du retrait de celui-ci de l'Union européenne », 3 mai 2017.

<sup>2</sup> Propos tenus le 8 février 2017 par Mme Odile Renaud-Basso, directrice générale du Trésor, lors de l'audition relative à la compétitivité des places financières organisée par la commission des finances du Sénat.

<sup>3</sup> Rapport d'information n° 434 (2016-2017) de Jean-Pierre Raffarin et Jean Bizet fait au nom du Groupe de suivi Retrait du Royaume-Uni et refondation de l'UE, 22 février 2017.

Version provisoire

---

## PREMIÈRE PARTIE

### LA PLACE DE PARIS EST PARVENUE À SE POSITIONNER PARMI LES CENTRES FINANCIERS DE RÉFÉRENCE EN EUROPE, SANS TOUTEFOIS EXPLOITER PLEINEMENT SES ATOUS

#### I. LA PLACE DE PARIS DISPOSE DE NOMBREUX ATOUS POUR FIGURER PARMI LES PREMIERS CENTRES FINANCIERS À L'ÉCHELLE INTERNATIONALE

##### A. L'OBJECTIF DE DÉVELOPPER UNE PLACE FINANCIÈRE DOMESTIQUE DE RÉFÉRENCE GARDE TOUTE SA PERTINENCE

Depuis le déclenchement de la crise financière en 2008, le développement financier a principalement été appréhendé sous l'angle du risque. Il est vrai que l'industrie financière, qui rassemble l'ensemble des entreprises « dont l'activité implique la gestion du risque et du temps, c'est-à-dire l'intermédiation entre des agents présentant une capacité de financement et ceux ayant un besoin de financement »<sup>1</sup>, est susceptible, plus que d'autres secteurs, de provoquer une accumulation de déséquilibres qui se révèlent très coûteux pour la collectivité lorsqu'ils se matérialisent<sup>2</sup>.

Si la question des coûts et des avantages du développement financier doit être abordée avec lucidité<sup>3</sup> – toute stratégie visant à étendre la taille et l'efficacité d'un centre financier devant nécessairement s'accompagner de la mise en place d'un cadre prudentiel et d'une supervision adéquats –, l'objectif de développer une place financière de référence en France garde toute sa pertinence.

#### 1. L'existence d'une place financière de référence favorise le bon développement de l'industrie financière, exerçant ainsi des effets positifs sur l'activité et l'emploi

La pertinence de cet objectif tient tout d'abord à l'importance intrinsèque du secteur financier pour l'activité et l'emploi.

En France, la part du secteur financier dans la valeur ajoutée est ainsi comprise entre 4 % et 5 % depuis quarante ans - soit un niveau

---

<sup>1</sup> Conseil des prélèvements obligatoires (CPO), « Les prélèvements obligatoires et les entreprises du secteur financier », janvier 2013, p. 13.

<sup>2</sup> Il doit toutefois être souligné que même des secteurs financiers de taille modeste peuvent mener à des crises de grande importance. Voir sur ce point : Díaz-Alejandro, « Good-bye Financial Repression, Hello Financial Crash », *Journal of Development Economics*, 1985, pp. 1-24.

<sup>3</sup> Pour une synthèse des travaux les plus récents en la matière, voir : Ugo Panizza, « La finance et le développement économique », *Revue internationale de politique de développement*, 2012.

comparable à celui observé en Allemagne, en Italie ou en Espagne<sup>1</sup>. **La contribution de l'industrie financière au produit intérieur brut (PIB) est ainsi dix fois plus importante que celle de l'industrie automobile.**

**À cette activité importante correspond naturellement une contribution significative sur le plan budgétaire :** les impôts et prélèvements sur la masse salariale acquittés par les entreprises du secteur financier (40 milliards d'euros, dont 60 % par les banques et 20 % par les assurances) représentent près de **5 % de l'ensemble des prélèvements obligatoires et 11 % de ceux acquittés par les entreprises**<sup>2</sup>.

Le poids de l'industrie financière est également manifeste sur le plan de l'emploi, **les effectifs de la banque et de l'assurance étant estimés à plus de 750 000**<sup>3</sup> équivalents temps plein.

**L'existence d'une place financière de premier plan, dans la mesure où elle favorise le bon développement de l'industrie financière par les effets d'agglomération qu'elle suscite, présente donc un intérêt réel pour l'économie nationale.**

#### **La concentration géographique des activités financières**

La littérature économique mentionne **trois principales forces d'agglomération** expliquant la concentration géographique des activités financières dans un nombre limité de places.

La concentration des entreprises financières permet :

- d'attirer les **fournisseurs spécialisés** (droit, comptabilité, informatique) indispensables aux services financiers ;
- de susciter l'émergence d'un **bassin de main d'œuvre qualifiée** ;
- de favoriser la **circulation des connaissances et des informations** au sein du secteur.

La concentration des entreprises est ainsi **porteuse d'externalités pécuniaires** – l'accroissement du bassin d'emploi et la concurrence entre les fournisseurs exercent une pression à la baisse sur les coûts – et **informationnelles**.

Ces externalités positives peuvent permettre non seulement de **compenser les externalités négatives liées à la concentration** des activités financières – principalement les coûts de congestion et l'éloignement des clients – mais aussi de **préserver l'attractivité des places historiques** d'une concurrence par les coûts (« prime au premier entrant »).

*Source : commission des finances du Sénat (à partir de : Gunther Capelle-Blancard et Yamina Tadjeddine, « Les places financières : désintégration, suburbanisation et spécialisation », Revue d'économie financière, vol. 90, pp. 93-116, 2007*

<sup>1</sup> Conseil des prélèvements obligatoires (CPO), « Les prélèvements obligatoires et les entreprises du secteur financier », précité, pp. 24-25.

<sup>2</sup> Conseil des prélèvements obligatoires (CPO), « Les prélèvements obligatoires et les entreprises du secteur financier », précité, pp. 81.

<sup>3</sup> Direction de l'animation de la recherche, des études et des statistiques (Dares), « Les métiers en 2022. Prospective par domaine professionnel », Synthèse.Stat', n° 11, avril 2015, p. 124.

**Le rayonnement de la place de Londres joue ainsi un rôle central pour expliquer le dynamisme de l'industrie financière britannique.** Au Royaume-Uni, le secteur financier représente 7,2 % du PIB<sup>1</sup> (dont 50 % à Londres)<sup>2</sup>, 1 million d'emplois directs (dont un tiers à Londres), 1,1 million d'emplois indirects<sup>3</sup> et 71,4 milliards de livres de prélèvements obligatoires<sup>4</sup>.

**En France, la région Île-de-France concentre à elle seule 40 % de l'emploi dans le secteur financier,** alors qu'elle ne représente que 24 % des emplois métropolitains<sup>5</sup>.

### La géographie des activités financières en Île-de-France

La stabilité des effectifs du secteur financier en Île-de-France sur longue période masque de profondes modifications dans leur répartition géographique.

Si la place financière ne s'est jamais limitée à Paris, l'essentiel des activités financières ont longtemps été situées dans le quartier de la Bourse, autour du Palais Brongniart et des grands boulevards (9<sup>ème</sup>, 8<sup>ème</sup> et 2<sup>ème</sup> arrondissements).

Les évolutions intervenues depuis le début des années 1990 ont toutefois fortement renforcé le poids des communes de petite couronne au détriment de la capitale, dont les effectifs ont diminué d'un tiers entre 1990 et 2005. Comme le relèvent Gunther Capelle-Blancard, Matthieu Crozet et Fabien Tripie, « *au sein même de la région Île-de-France, on voit se dessiner une polarisation des activités : au centre de Paris et à La Défense les activités à forte valeur ajoutée ; à l'Est le back-office et les fonctions supports* ».

Source : Gunther Capelle-Blancard, Matthieu Crozet et Fabien Tripier, « *La localisation des activités financières dans l'Union européenne* » in Consolidation mondiale des bourses, La Documentation française, 2007, pp. 129-155

## 2. Le rayonnement de la place financière est un élément majeur de l'attractivité et du dynamisme d'un territoire

Au-delà de sa contribution directe à l'activité et à l'emploi, l'importance que revêt le développement d'un centre financier de référence tient également à ses **effets positifs sur l'attractivité et le dynamisme du territoire.**

Comme le rappelle une étude publiée par la Banque de France, l'existence d'une place financière active et innovante représente tout d'abord

<sup>1</sup> Il peut être noté que la part du secteur dans la valeur ajoutée, qui avait atteint 9,1 % en 2009, a significativement diminué depuis la crise.

<sup>2</sup> Chambre des communes, « Financial services : contribution to the UK economy », Briefing paper, n° 6193, 31 mars 2017.

<sup>3</sup> Chambre des Lords, « Brexit : financial services », 9th Report of Session 2016-2017, 15 décembre 2016, pp. 5-6.

<sup>4</sup> City of London Corporation/PwC, « Total Tax Contribution of UK Financial Services », décembre 2016.

<sup>5</sup> Insee, « Les activités financières, un secteur particulièrement concentré en Île-de-France », Île-de-France faits et chiffres, n° 193, décembre 2008.

---

« un argument important pour attirer les centres de décision des grands groupes », qui sont « les principaux consommateurs de services financiers élaborés »<sup>1</sup>.

Si le développement des technologies de l'information et de la communication devrait *a priori* permettre aux fonctions remplies par le secteur financier d'être assurées à distance, « ne pas choisir de s'installer physiquement sur la place où sont déjà présents les autres » constituerait pour les entreprises « un risque de se priver des échanges relationnels indispensables » au partage des connaissances et des informations<sup>2</sup>.

Pour cette raison, les grands groupes continuent de déterminer « au moins partiellement leur implantation en fonction de la capacité d'une place financière à répondre à leurs besoins »<sup>3</sup>.

Au-delà de sa contribution à l'attractivité du territoire, l'existence d'une place financière favorise également « l'allocation efficace de l'épargne et de l'investissement » au sein des zones économiques auxquels elle est adossée, en raison de la « concentration d'expertises pluridisciplinaires et multiproduits » qu'elle induit<sup>4</sup>.

L'étude de référence concernant l'entreprise de modernisation de la place de Paris engagée à la fin des années 1980 a ainsi permis de confirmer empiriquement les effets positifs de la réforme sur le **coût de financement** des entreprises et le **renouvellement du tissu entrepreneurial**<sup>5</sup>.

Si le rayonnement d'une place financière demeure donc un **élément majeur** de l'attractivité et du dynamisme d'un territoire, l'objectif de consolider la place de Paris comme centre financier de référence apparaît d'autant plus pertinent qu'elle dispose d'**atouts indéniables** pour jouer les premiers rôles au niveau international.

## **B. LA PLACE DE PARIS DISPOSE D'ATOUS INDÉNIABLES POUR JOUER LES PREMIERS RÔLES EN MATIÈRE FINANCIÈRE**

Les déterminants de la compétitivité des places financières ont fait l'objet de **multiples travaux** théoriques et empiriques<sup>6</sup>.

---

<sup>1</sup> Alexandre Duvoivier, « L'attractivité des places financières », Bulletin de la Banque de France, précité, n° 123, mars 2004.

<sup>2</sup> Ibid., p. 46.

<sup>3</sup> Ibid.

<sup>4</sup> Hervé Hannoun, « Places financières et banques centrales », Revue d'économie financière, précité, p. 5.

<sup>5</sup> Marianne Bertrand, Antoinette Schoar et David Thesmar, « Banking deregulation and industry structure : evidence from the 1985 banking act », *Journal of Finance*, 2007.

<sup>6</sup> Voir notamment : Imad Moosa, Larry Li et Riley Jiang, « Determinants of the Status of an International Financial Centre », *The World Economy*, Volume 39, n° 12, décembre 2016 ; Lillian Cheung et Vincent Yeung, « Hong Kong as an International Financial Centre :



---

Si des débats nourris demeurent sur leur importance relative, **quatre principaux facteurs explicatifs** ont été mis en évidence par la littérature économique :

- le **capital humain**, l'existence d'un bassin de main d'œuvre qualifiée dans le domaine financier étant généralement associée à un système éducatif performant ou à une forte capacité à attirer des expatriés ;

- les **infrastructures**, en particulier dans les domaines des transports et des technologies de l'information et de la communication ;

- le **niveau d'activité potentiel**, qui dépend notamment de la taille et du taux d'épargne de l'économie domestique ainsi que de la présence de grandes entreprises clientes ;

- **l'environnement des entreprises**, qui recouvre de multiples composantes (fiscalité, qualité de l'encadrement réglementaire, droit du travail, etc.).

**Au regard de ces critères, la place de Paris présente d'indéniables atouts pour jouer les premiers rôles en matière financière.**

### **1. Une formation en finance de premier plan**

**S'agissant du capital humain, les écoles et les universités françaises ont la capacité de pourvoir aux besoins de l'industrie financière**, avec la formation, chaque année, d'environ 8 000 étudiants pour les métiers de *front-office* (dont 900 ingénieurs spécialisés dans le secteur financier) et de 18 000 étudiants pour les métiers de *middle* et *back-office*<sup>1</sup>.

**Historiquement, les banques françaises ont bénéficié de l'apport d'ingénieurs mathématiciens de grande qualité**, qui ont favorisé l'informatisation de leurs activités dès les années 1960 et l'importation de nouveaux modèles de gestion des risques à partir des années 1980. Comme le relève Thierry Pascault, « *nos banques ont ainsi largement devancé les banques anglo-saxonnes, dont les dirigeants étaient majoritairement de formation juridique* »<sup>2</sup>.

**L'excellence des formations offertes en France dans le domaine financier, qui s'appuie notamment sur une forte tradition mathématique, est aujourd'hui pleinement reconnue à l'international.**

---

Measuring its Position and Determinants », *Hong Kong Monetary Authority*, 2007 ; Michael Mainelli, « What Makes A Successful Global Financial Centre ? », *Gresham College*, 2009.

<sup>1</sup> *Paris Europlace*, « La Place de Paris en pole position en Europe pour attirer les entreprises », 29 novembre 2016, p. 37.

<sup>2</sup> *Thierry Pascault*, « Les ingénieurs au service des banques, une spécificité bien française » in *École française de la finance - Mythe ou réalité ?*, L'année des professions financières, 2016, p. 43.

En 2016, cinq écoles françaises figurent ainsi aux dix premières places du classement des masters en finance publié par le *Financial Times*<sup>1</sup>. À titre de comparaison, les premiers représentants britannique et allemand figurent respectivement à la **onzième** et à la **vingtième** place.

Pour attirer les diplômés des grandes écoles françaises, l'industrie financière britannique n'hésite pas à les rémunérer à un niveau significativement supérieur à leurs homologues anglais : à titre d'illustration, les anciens étudiants de l'École Polytechnique arrivent en tête d'une étude menée en 2015 auprès de 700 jeunes professionnels travaillant à la City, avec une rémunération 38 % supérieure aux diplômés d'Oxford et de Cambridge<sup>2</sup>.

## 2. Une métropole mondiale dotée d'infrastructures de qualité

Un constat identique peut être dressé concernant la qualité de vie et les infrastructures.

L'enquête annuelle « *Cities of Opportunity* » du cabinet PwC<sup>3</sup>, qui a récemment classé Paris à la **quatrième place des métropoles les plus attractives et dynamiques** à l'échelle internationale, situe ainsi la capitale française :

- en tête de son classement pour les critères de la **qualité de vie** et de la **couverture des transports** ;
- à la deuxième place mondiale sur la thématique « *Hub international pour le business* ».

### Classement européen des métropoles les plus attractives à l'échelle internationale



Source : commission des finances du Sénat (d'après l'étude « *Cities of Opportunity 2016* » du cabinet PwC)

<sup>1</sup> *Financial Times Rankings*, « *Masters in Finance Pre-experience* », 2016.

<sup>2</sup> *Les Échos*, « *Finance : à la City, les ingénieurs français sont les mieux payés* », 12 août 2015.

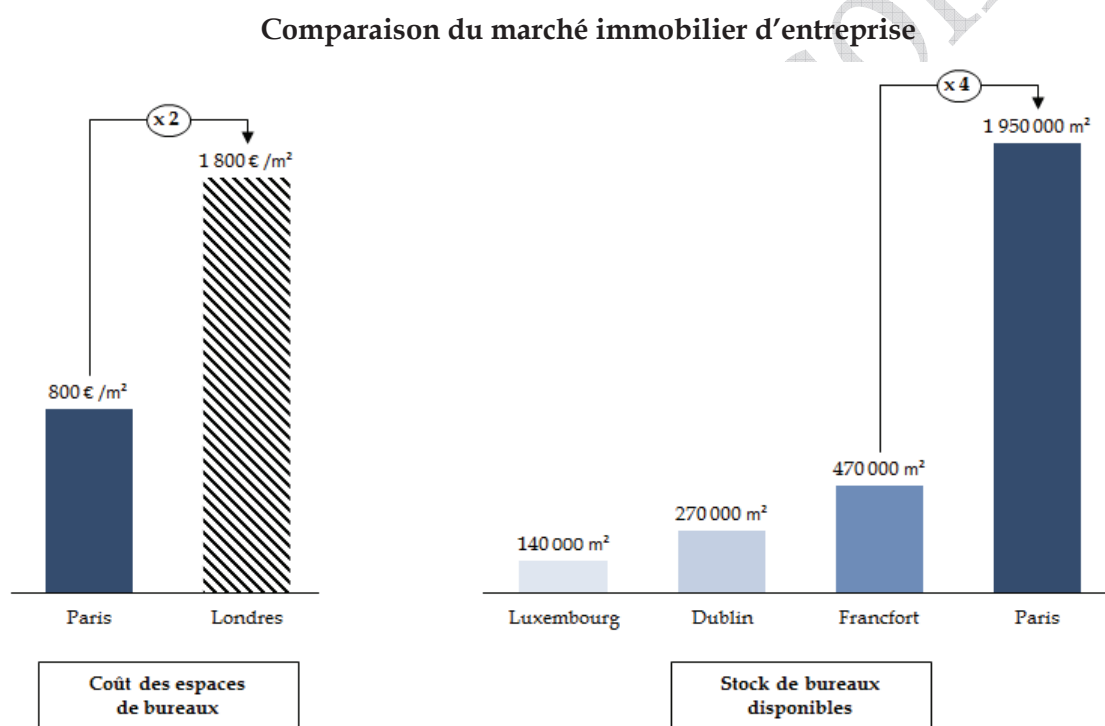
<sup>3</sup> PwC, « *Cities of Opportunity 2016* », septembre 2016.

Il peut être noté que **Francfort, Dublin et Luxembourg ne figurent pas dans cette étude**, qui ne prend en compte que les trente premières métropoles mondiales.

### 3. Un marché immobilier attractif pour les entreprises

S'agissant du marché de l'immobilier d'entreprise, Paris présente l'avantage d'offrir à la fois des **prix modérés** et une **forte capacité d'accueil**.

Pour les entreprises, s'installer à Paris permet ainsi d'éviter les problèmes de congestion liés aux **prix de l'immobilier** (Londres) et au **manque d'espace disponible** (Dublin, Luxembourg et, dans une moindre mesure, Francfort).



Source : commission des finances du Sénat (d'après les données de Paris Europlace)

Selon les données de l'étude réalisée à la demande de Paris Europlace<sup>1</sup>, les bureaux parisiens sont ainsi **deux fois moins chers qu'à Londres**, pour une capacité d'accueil **quatre fois supérieure** à Francfort.

<sup>1</sup> Paris Europlace, « La Place de Paris en pole position en Europe pour attirer les entreprises », précité, 2016.

#### **4. Un centre financier qui bénéficie d'une épargne domestique abondante et de la présence de grandes entreprises**

Si une place financière est susceptible de croître de façon autonome par rapport à son « arrière-pays », le dynamisme de la zone économique à laquelle elle est adossée constitue un atout pour son bon développement.

À cet égard, la situation de la place de Paris apparaît **doublement favorable**.

**Son développement peut tout d'abord s'appuyer sur l'abondante épargne des Français**, dont le taux d'épargne (14,5 % en 2015, 15,2 % en moyenne entre 1991 et 2015) reste significativement plus élevé que la moyenne de la zone euro (12,7 %)<sup>1</sup>. En 2015, l'encours moyen des placements financiers par habitant atteint ainsi 68 800 euros en France, soit un niveau très légèrement supérieur à celui observé en Allemagne<sup>2</sup>.

**Surtout, la place de Paris est susceptible de bénéficier de la présence de nombreuses grandes entreprises en Île-de-France, qui constituent autant de clients potentiels.**

À titre d'illustration, 29 des 500 entreprises listées dans le classement *Forbes Fortune Global 500* ont leur siège dans la région, ce qui place Paris au **1<sup>er</sup> rang européen** et au **3<sup>ème</sup> rang mondial**, derrière Tokyo et Pékin<sup>3</sup>.

**Par rapport à Francfort, la place de Paris peut en outre tirer parti de la concentration des grands groupes dans la région francilienne, qui contraste avec la grande dispersion des activités économiques sur le territoire allemand.** À deux exceptions près (Michelin à Clermont-Ferrand et Auchan à Croix), l'ensemble des sièges sociaux des grandes entreprises françaises sont situés en Île-de-France.

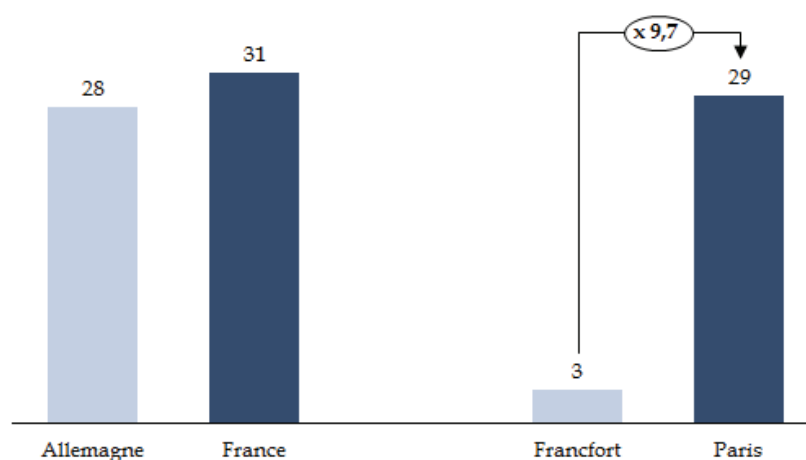
---

<sup>1</sup> Taux d'épargne brute des ménages (en % du revenu disponible), données Eurostat et Insee.

<sup>2</sup> Observatoire de l'épargne réglementée, « Rapport annuel 2015 », juillet 2016, p. 17.

<sup>3</sup> Business France, « 20 chiffres (et faits) qui témoignent de l'attractivité de la région Paris-Île-de-France », décembre 2016.

### Nombre de sièges sociaux des cinq cents plus grandes entreprises mondiales



Source : commission des finances du Sénat (d'après le classement Forbes Fortune Global 500)

## 5. Des autorités de supervision efficaces et reconnues au plan international

Sur le plan de la supervision, **la place de Paris peut s'appuyer sur deux institutions reconnues au plan international** : l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et l'Autorité des marchés financiers (AMF).

À cet égard, **l'efficacité du système de supervision français a été renforcée par la réforme entreprise en 2010<sup>1</sup>**, qui a fusionné les autorités de contrôle et d'agrément des secteurs de la banque et de l'assurance.

**Là encore, la situation de Francfort apparaît plus contrastée.** Si la BaFin est en théorie l'autorité de supervision unique des banques, des assurances et des marchés financiers<sup>2</sup>, les *Länder* ont néanmoins conservé leur compétence de contrôle des bourses. Le Land de Hesse est ainsi en charge de la supervision de la *Deutsche Börse* – et disposait de ce fait d'un « droit de veto » sur le projet de rapprochement avec le *London Stock Exchange* (LSE) –, alors même qu'il ne dispose pas de la même expertise, ni de la même expérience qu'une autorité telle que l'AMF.

**Au total, la place de Paris réunit donc de nombreux atouts, qui devraient lui permettre de se positionner parmi les centres financiers de référence à l'échelle internationale.**

<sup>1</sup> Ordonnance n° 2010-76 du 21 janvier 2010 portant fusion des autorités d'agrément et de contrôle de la banque et de l'assurance.

<sup>2</sup> Avant la réforme de 2002, il existait toutefois trois autorités de surveillance distinctes : l'Office fédéral de contrôle de la profession, l'Office fédéral de supervision des professionnels de l'assurance et l'Office fédéral pour la supervision des marchés financiers.

## II. CES ATOUS MAJEURS POURRAIENT ÊTRE MIEUX VALORISÉS

### A. APRÈS LONDRES, LA PLACE DE PARIS CONSTITUE LE CENTRE FINANCIER DE RÉFÉRENCE EN EUROPE

Comme le relève l'historienne Laure Quennouëlle-Corre, les atouts de la place de Paris lui ont permis de « s'inscrire depuis le XIX<sup>e</sup> siècle dans le peloton de tête des grandes places internationales »<sup>1</sup>.

L'examen de son passé récent permet à cet égard de distinguer **quatre grandes périodes**. Avant 1914, Paris connaît en tant que place internationale son « apogée » : véritable « banquier du monde », elle se situe « pour la quasi-totalité des historiens » à la deuxième place mondiale, « juste après Londres »<sup>2</sup>. De la Première Guerre mondiale jusqu'en 1939, ses ambitions sont néanmoins contrariées par une multiplication de turbulences économiques, monétaires et financières, qui freinent son développement. À partir de la Grande Dépression, la place de Paris entre alors dans une période de repli, caractérisée par une fermeture aux capitaux extérieurs et à la concurrence sur les marchés internationaux. « Entièrement repliée sur elle-même », Paris est désormais « déconnectée des grands marchés internationaux et les négociations sur les grands titres français se font à Londres »<sup>3</sup>. Si le début de la construction européenne et la stabilisation financière de 1958 conduisent à une « timide réouverture », les « années noires » de la place financière ne prennent véritablement fin qu'avec l'entreprise de modernisation engagée à partir de 1978<sup>4</sup>, qui **permet à Paris de retrouver son rang à l'échelle européenne**<sup>5</sup>.

#### L'entreprise de modernisation des années 1980

Entre 1978 et 1988, la place de Paris bénéficie d'un « concentré exceptionnel de mesures, d'une amplitude plus forte que le Big Bang de Londres, qui s'est limité à la réforme de la Bourse »<sup>6</sup>.

L'entreprise de modernisation débute en 1978 avec la « loi Monory »<sup>7</sup>, qui vise à **réorienter l'épargne** domestique vers l'investissement productif, en permettant notamment de déduire du revenu imposable les investissements en actions françaises.

<sup>1</sup> Laure Quennouëlle-Corre, La place financière de Paris au XX<sup>e</sup> siècle : des ambitions contrariées, précité, p. 1.

<sup>2</sup> Ibid., pp. 25-64.

<sup>3</sup> Ibid., p. 38.

<sup>4</sup> Ibid., pp. 18-19.

<sup>5</sup> Pour un bilan des transformations récentes, voir notamment : Arnaud de Bresson, « Europe et mondialisation : la place financière de Paris relève le défi », Revue d'économie financière, vol. 8, n° 1, 2009, pp. 51-65.

<sup>6</sup> Laure Quennouëlle-Corre, La place financière de Paris au XX<sup>e</sup> siècle : des ambitions contrariées, précité, pp. 380-381.

<sup>7</sup> Loi n° 78-741 du 13 juillet 1978 relative à l'orientation de l'épargne vers le financement des entreprises.

Elle se poursuit par la **modernisation du cadre réglementaire** de la gestion collective, marquée par la réforme des sociétés d'investissement à capital variable (SICAV)<sup>1</sup> et l'introduction des fonds commun de placement<sup>2</sup>. Ainsi, alors que la gestion collective française est « *inexistante* » avant 1978, les encours collectés ne dépassant pas « *une centaine de milliards de francs* », elle « **prend son envol au début des années 80, dopée d'un côté par un ensemble d'incitations fiscales et, de l'autre, par les modifications de la réglementation** »<sup>3</sup>.

**S'agissant du marché financier, alors « considéré comme cloisonné, peu concurrentiel et très réglementé »<sup>4</sup>, le basculement s'opère véritablement entre 1984 et 1989, avec un ensemble de réformes visant à permettre la création d'un marché :**

- **moderne**, c'est-à-dire ne reposant plus sur la négociation à la criée mais sur la confrontation des ordres d'achat et de vente dans le cadre d'une cotation informatisée en continu ;
- **unifié du très court terme au très long terme et fonctionnant tant au comptant qu'à terme**, avec par exemple la création d'un marché à terme des instruments financiers (Matif) et d'un marché d'options négociables (Monep) ;
- **ouvert à tous les agents économiques**, avec notamment l'ouverture du marché monétaire aux entreprises non financières (qui ne pouvaient pas jusqu'alors prêter et emprunter à court terme sur les marchés) et l'autorisation des émissions obligataires en eurofrancs ;
- **offrant des services à un coût compétitif**, avec la diminution de l'impôt de bourse ainsi que la libéralisation des tarifs de courtage et des commissions prélevées par les banques sur les émissions d'obligations.

Cette modernisation des marchés, si elle ne s'était pas accompagnée d'une évolution plus générale des modalités de financement de l'économie française, « *aurait eu sans doute un intérêt technique pour les praticiens du marché, mais n'aurait pas eu de conséquences significatives* »<sup>5</sup>, compte tenu de la faible place des instruments de marché.

**Aussi, deux évolutions parallèles sont engagées :**

- la **débonification**, qui permet de réduire fortement la part des prêts à taux administré ;
- la **réforme de la régulation monétaire**, l'encadrement du crédit étant « *progressivement remplacé par un contrôle de la masse monétaire par les taux d'intérêt* »<sup>6</sup>.

Ce mouvement de désintermédiation et de libéralisation des marchés soumet les établissements de crédit à une plus grande concurrence, favorisant ainsi la **consolidation du marché bancaire** et **l'émergence de grands groupes diversifiés d'envergure internationale**<sup>7</sup>.

Source : commission des finances du Sénat

<sup>1</sup> Loi n° 79-12 du 3 janvier 1979 relative aux sociétés d'investissement à capital variable.

<sup>2</sup> Loi n° 79-594 du 13 juillet 1979 relative aux fonds commun de placement.

<sup>3</sup> Les Échos, « L'évolution du cadre réglementaire de la gestion collective », 17 décembre 1992.

<sup>4</sup> Jean-Charles Naouri, « Le marché financier : bilan et perspectives », *Revue française d'économie*, vol. 2, n° 1, 1987, p. 186.

<sup>5</sup> Ibid., 185.

<sup>6</sup> Ibid., p. 191.

<sup>7</sup> « L'évolution du système bancaire français depuis la fin des années 1960 », rapport annuel de la Commission bancaire pour l'année 2002, pp. 201-230.

Si l'on excepte Londres dans un contexte marqué par le *Brexit*, **Paris apparaît ainsi comme la seule place européenne « globale »** capable de jouer les premiers rôles dans l'ensemble des secteurs d'activité du système financier.

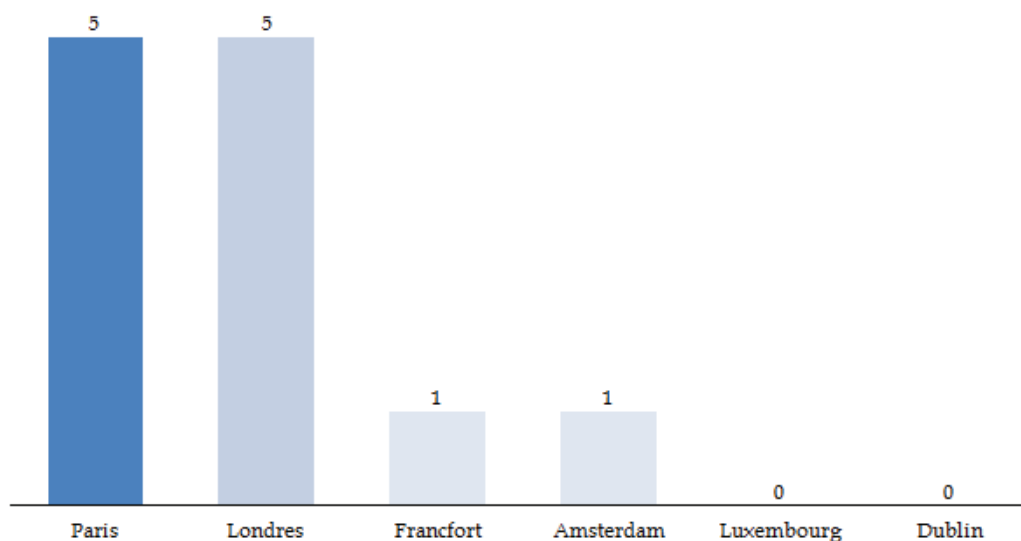
À l'inverse, les principaux concurrents de la place de Paris demeurent des centres financiers spécialisés sur certains métiers et activités.

### 1. Le secteur bancaire

S'agissant du secteur bancaire, **cinq établissements français<sup>1</sup> figurent ainsi parmi les quinze premières banques européennes.**

Nombre de banques figurant parmi les quinze premiers établissements de l'Union européenne en termes de total des actifs

(en nombre)



Source : commission des finances du Sénat (d'après les données de Relbanks au 31 décembre 2016)

Les **activités de marché de gré à gré** développées par ces établissements pour répondre aux besoins de leurs clients permettent à la place de Paris de figurer **en tête des classements européens sur les marchés des changes et des taux**, derrière Londres.

<sup>1</sup> Il s'agit de BNP Paribas, Crédit Agricole, Société Générale et BPCE.



## Parts de marché mondiales sur les marchés de gré à gré en 2016

	Londres	Paris	Francfort	Amsterdam	Luxembourg	Dublin
Dérivés de taux	38,8 %	4,6 %	1,0 %	0,7 %	0 %	0 %
Instruments de change	36,9 %	2,8 %	1,8 %	1,3 %	0,6 %	0 %

Source : commission des finances du Sénat (d'après les données de la BRI)

## 2. Le secteur des infrastructures de marché

S'agissant des **infrastructures de marché**, la place de Paris peut s'appuyer, contrairement à Dublin, Luxembourg ou Amsterdam, sur la **présence d'entreprises de référence de la phase de négociation au post-marché**, avec :

- **Euronext**, bourse paneuropéenne dont le siège opérationnel se situe à la Défense et qui figure à la **troisième place en Europe** sur le plan de la capitalisation boursière (3,3 milliards d'euros), derrière les bourses de Londres (13,6 milliards d'euros) et de Francfort (17,5 milliards d'euros)<sup>1</sup> ;

- **LCH.Clearnet SA**, filiale française de la chambre de compensation de la bourse de Londres classée à la **troisième place européenne** en termes de nombre de participants (110), derrière l'entreprise britannique LCH. Clearnet Ltd (336) et l'entreprise allemande Eurex Clearing AG (186)<sup>2</sup> ;

- **trois représentants parmi les quinze premiers dépositaires à l'échelle mondiale**<sup>3</sup>, contre un seul pour Londres et zéro pour Francfort, Amsterdam, Dublin et Luxembourg.

### Les infrastructures : de la négociation au post-marché

Schématiquement, l'exécution d'un ordre de bourse transmis par un investisseur comporte **quatre étapes**.

**Lors de la phase de négociation**, l'ordre de l'investisseur est transmis par un collecteur à un négociateur, chargé de trouver une contrepartie.

Lorsqu'une contrepartie est trouvée, commence alors **la deuxième étape, dite de compensation**. La chambre de compensation assume le risque de contrepartie en s'interposant entre l'acheteur et le vendeur.

<sup>1</sup> Données Bloomberg, 29 mai 2017.

<sup>2</sup> Uuriintuya Batsaikhan, Robert Kalcik et Dirk Schoenmaker, « Brexit and the European financial system : mapping markets, players and jobs », *Bruegel Policy Contribution*, n° 4, 2017, p. 10.

<sup>3</sup> *The Clearing House*, « The Custody Services of Banks », juillet 2016, p. 16.

Elle calcule également en fin de séance la position nette des acteurs afin de réduire les opérations de règlement-livraison au strict minimum. Les ordres nets sont alors transmis au dépositaire central.

**La troisième étape, dite de règlement-livraison**, est ainsi assurée par le dépositaire central. Concrètement, ce dernier s'assure que le versement a bien été effectué par l'acheteur et permute dans ses livres de compte l'inscription des titres au profit du vendeur.

Enfin, **la quatrième étape, dite de conservation**, implique les teneurs de compte-conservateur, qui tiennent à jour le portefeuille de titres de leurs clients. Ces titres sont répertoriés dans le compte ouvert par le teneur auprès du dépositaire central. Ce dernier peut ainsi vérifier à tout moment que le nombre de titres comptabilisés au sein du compte dit « d'émission » des sociétés enregistrées auprès de lui correspond à la somme des titres comptabilisés au sein des comptes des teneurs.

*Source : Rapport général n° 164 (2015-2016) de M. Albéric de Montgolfier, fait au nom de la commission des finances et déposé le 19 novembre 2015, p. 175.*

À cet égard, la position de Paris apparaît d'autant plus solide qu'elle a pu jusqu'à présent s'appuyer sur la **mobilisation des acteurs de la place**, comme en témoigne la constitution d'un « noyau dur » d'actionnaires d'Euronext en 2014.

### **Euronext, un acteur incontournable devant être conforté**

Né du rapprochement entre le *New York Stock Exchange* (NYSE) et la bourse paneuropéenne Euronext le 4 avril 2007, le groupe NYSE Euronext a ensuite été acquis par *Intercontinental Exchange* (ICE) le 12 novembre 2013. Dans ce cadre, ICE a souhaité détacher Euronext et procéder à son introduction en bourse.

À la suite des réflexions engagées par le Gouvernement<sup>1</sup> et de l'émergence d'un consensus des acteurs de la place sur l'utilité et l'importance de disposer d'infrastructures de marché de référence en France, il a été décidé de **constituer un noyau dur d'actionnaires d'Euronext**. Un accord en ce sens a ainsi été conclu pour une durée de trois ans à l'occasion de l'introduction en bourse d'Euronext le 20 juin 2014. Représentant près du tiers du capital, ce pacte regroupe notamment deux grands établissements bancaires français (BNP Paribas et Société générale), ainsi que la Caisse des dépôts et consignations et BPI France participations<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Voir notamment « Rapport sur l'évolution d'Euronext et l'avenir des activités de marché et de post-marché en Europe », Thierry Franca, chargé de mission auprès du directeur général de la direction générale du Trésor, novembre 2013.

<sup>2</sup> Le pacte réunit ABN AMRO Bank (1,64 %), ASR Insurance (0,83 %), Banco Espirito Santo via Avistar (1,25 %), Banco BPI Pension Fund (1,14 %), BNP Paribas (5,5 %), BNP Paribas Fortis (1,5 %), Caisse des dépôts et consignations (3,0 %), BPI France Participations (3,0 %), Euroclear (8,0 %), SFPI (4,5 %) et la Société générale (3,0 %). Données issues de Monnaie et financement de l'économie, Marie Delaplace, Dunod, 5<sup>e</sup> édition, 2017, page 262.

Alors que des négociations sont actuellement en cours pour renouveler l'accord, qui arrive à son terme, votre rapporteur général estime indispensable de garantir la stabilité du capital d'Euronext, dans un contexte marqué par la perspective d'une consolidation des entreprises de bourse à l'échelle mondiale<sup>1</sup>. En effet, l'échec du projet de rapprochement entre le *London Stock Exchange* (LSE) et la *Deutsche Börse*, à la suite de l'interdiction de la fusion par la Commission européenne en vertu du règlement sur les concentrations<sup>2</sup>, ne met pas fin à la nécessité d'opérer une consolidation des acteurs européens, qui ne possèdent pas la masse critique de leurs concurrents américains.

Source : commission des finances du Sénat

### 3. L'industrie de la gestion d'actifs

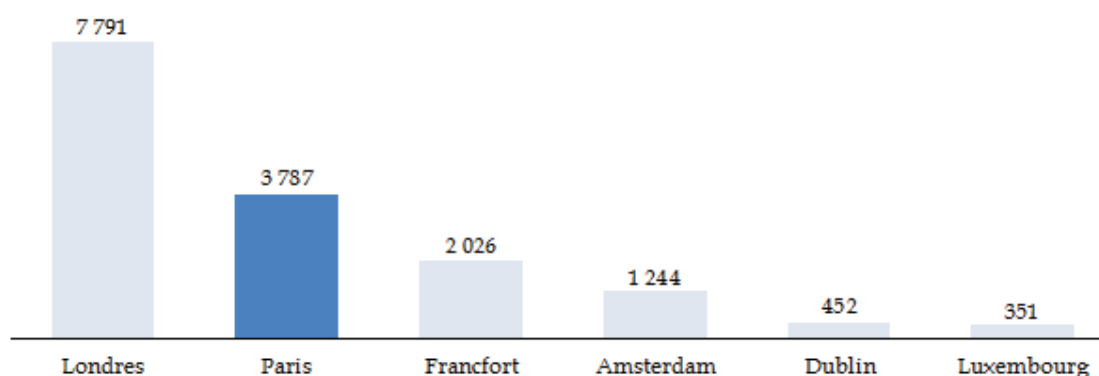
Dans le **secteur de la gestion d'actifs**, la place de Paris apparaît également très bien positionnée. L'industrie française figure ainsi :

- à la **deuxième place** en Europe pour le montant des **actifs sous gestion** ;

- à la **troisième place** en Europe pour la **domiciliation de fonds** (13 % de part de marché), derrière Luxembourg (26 %) et Dublin (15 %).

Actifs sous gestion au 31 décembre 2015

(en milliards d'euros)



Source : commission des finances du Sénat (d'après les données de l'EFAMA)

<sup>1</sup> « Malgré l'échec de la fusion LSE/DB, la consolidation boursière est inéluctable ? », *Le Cercle des économistes*, 13 mars 2017.

<sup>2</sup> Voir décision IP/17/789 du 28 mars 2017.

#### 4. Le secteur de l'assurance

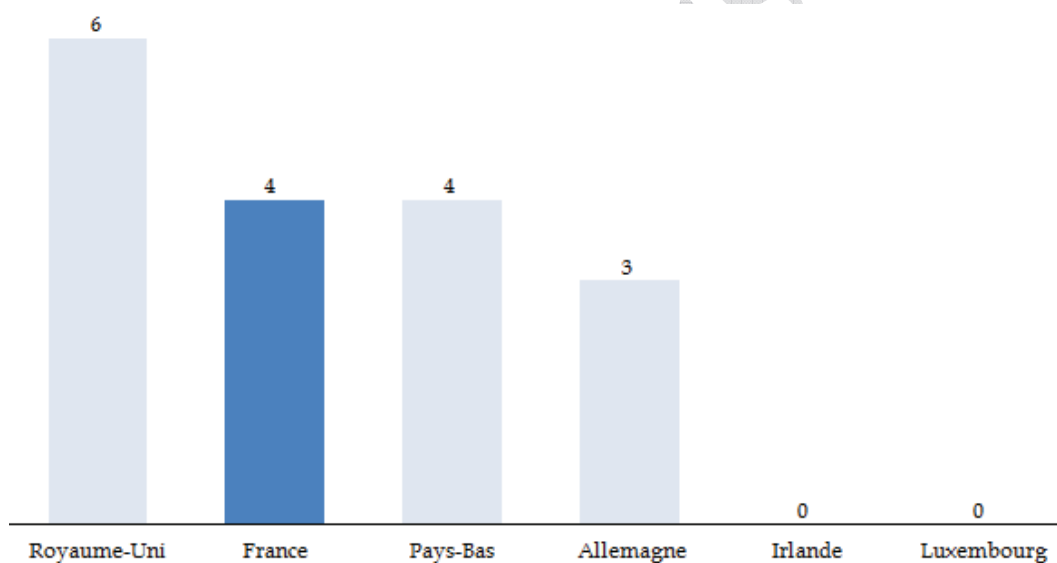
Un constat analogue peut être dressé s'agissant du **secteur de l'assurance**.

En effet, la **place de Paris compte quatre représentants<sup>1</sup> parmi les vingt premiers assureurs européens** – dont le premier assureur mondial, Axa.

Les acteurs français peuvent s'appuyer sur un marché domestique particulièrement développé, la France constituant le **deuxième marché de l'Union européenne** en termes de cotisations (206 milliards d'euros), derrière le Royaume-Uni (254 milliards d'euros)<sup>2</sup>.

Nombre d'assureurs figurant parmi les vingt premiers établissements de l'Union européenne en termes d'actifs

(en nombre)



Source : commission des finances du Sénat (d'après les données de Relbanks au 31 décembre 2016)

Il peut être noté que si l'Allemagne compte trois représentants parmi les vingt premiers assureurs européens (Allianz, Talanx AG et Munich Re), **ces derniers ont fait le choix d'installer leur siège à Munich et à Hanovre plutôt qu'à Francfort**, illustrant ainsi la dispersion géographique des activités financières sur le territoire allemand.

<sup>1</sup> Il s'agit d'Axa, CNP Assurances, Covéa et Groupama.

<sup>2</sup> Fédération française de l'assurance, « Marché de l'assurance : la France se place au 2<sup>e</sup> rang européen », 29 septembre 2016.

## 5. Le secteur des *fintech*

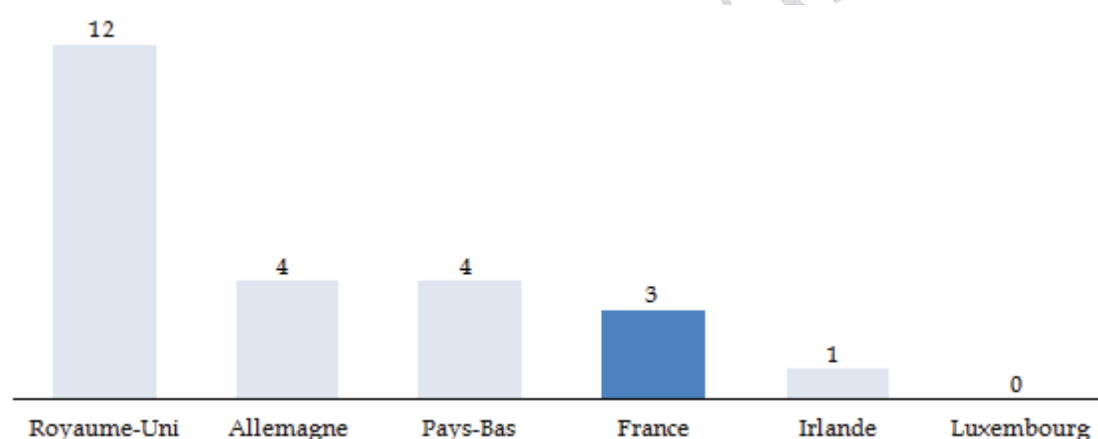
Enfin, la place de Paris s'est progressivement **dotée d'un écosystème favorable au développement du secteur des *fintech***, qui rassemble les entreprises innovantes dans le domaine des services financiers.

Si les montants investis dans les *fintech* françaises restent inférieurs aux capitaux levés au Royaume-Uni (901 millions de dollars), en Allemagne (770 millions de dollars) ou encore en Irlande (631 millions de dollars)<sup>1</sup>, ils ont **très fortement augmenté en 2015** (+ 759 %), pour atteindre 189 millions de dollars.

**Trois entreprises françaises figurent désormais au classement mondial des cent premières *fintech*** : Lendix (plateforme de prêt en ligne), Leetchi (cagnotte en ligne) et Fluo (gestion des contrats d'assurance).

Nombre d'entreprises au classement mondial des cent premières *fintech*

(en nombre)



Source : commission des finances du Sénat (d'après le classement 2016 *Fintech 100* de KPMG)

**Sur certains segments, le marché français apparaît plus mature que ses concurrents.** À titre d'exemple, selon les résultats de l'étude annuelle réalisée par le centre pour la finance alternative de l'Université de Cambridge, **la France constitue désormais le second marché européen pour le financement participatif** (319 millions d'euros), loin derrière le Royaume-Uni (4,4 milliards d'euros) mais devant l'Allemagne (249 millions d'euros) et les Pays-Bas (111 millions d'euros)<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Accenture, « *Fintech and the Evolving Landscape* », avril 2016. Pour le Royaume-Uni, les données proviennent d'Innovate Finance.

<sup>2</sup> University of Cambridge, « *European alternative finance industry report* », 2ème édition, septembre 2016.

Si la place de Paris apparaît ainsi comme le centre financier de référence en Europe après Londres, elle n'est toutefois pas parvenue à tirer pleinement parti de ses atouts dans la compétition internationale.

***B. L'INTERNATIONALISATION DE LA PLACE DE PARIS EST PÉNALISÉE PAR L'INADAPTATION DE SON ENVIRONNEMENT FISCAL, SOCIAL ET RÉGLEMENTAIRE***

Comme le relève le Conseil d'analyse économique, « *dans un monde ouvert* », la localisation des activités à forte valeur ajoutée telles que les services financiers « *fait l'objet d'une vive concurrence entre les États* »<sup>1</sup>.

Les déplacements et auditions menés par votre rapporteur général ont largement permis de confirmer ce constat, les États n'hésitant pas à prendre des mesures fiscales « tactiques » ou à adapter leur cadre réglementaire pour attirer certains marchés et acteurs. À titre d'illustration, les autorités de Hong Kong ont récemment annoncé vouloir modifier la fiscalité applicable au financement et à la location d'avions afin de concurrencer l'Irlande, qui est parvenue à attirer 55 % du marché mondial du leasing<sup>2</sup>.

**Or, la place de Paris semble souffrir de handicaps concurrentiels croissants à l'échelle internationale.**

Dans le *Global Financial Centres Index* (GFCI), publication de référence qui établit un classement international des centres financiers selon le critère de la compétitivité, une forte dégradation de la position de la place de Paris peut ainsi être observée.

**Méthodologie du classement GFCI**

Le classement réalisé par le groupe Z/Yen repose sur deux sources :

- les résultats d'une enquête menée directement auprès de professionnels de la finance ;
- la compilation d'une centaine de « facteurs instrumentaux » représentatifs des cinq principaux facteurs de compétitivité que sont l'environnement des affaires, le niveau de développement financier, la qualité des infrastructures, le capital humain et la réputation.

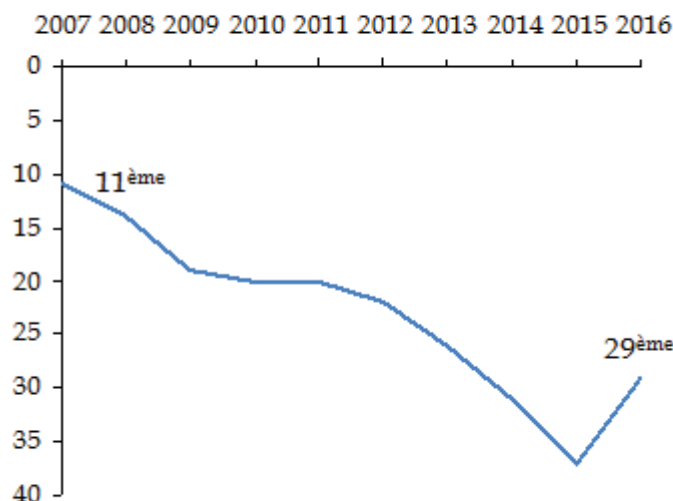
Source : commission des finances du Sénat

Si la méthodologie et les résultats de tout classement international peuvent être débattus, la tendance est particulièrement nette, avec un **recul de dix-huit places en dix ans**.

<sup>1</sup> Conseil d'analyse économique, « *L'attractivité de la France pour les centres de décision des entreprises* », Les notes du conseil d'analyse économique, n° 30, avril 2016, p. 1.

<sup>2</sup> King & Wood Mallesons, « *HK's proposed dedicated tax regime for offshore aircraft leasing* », 6 mars 2017.

### Évolution de la position de la place de Paris dans le classement international GFCI



Source : commission des finances du Sénat (d'après les données du GFCI)

Dans ce contexte, le développement de la place de Paris apparaît davantage lié à l'importance de son marché domestique et à la présence historique de grands groupes français qu'à sa capacité à attirer, dans un monde ouvert, les entreprises et les capitaux étrangers.

#### 1. La place de Paris éprouve des difficultés pour attirer les entreprises et les capitaux étrangers

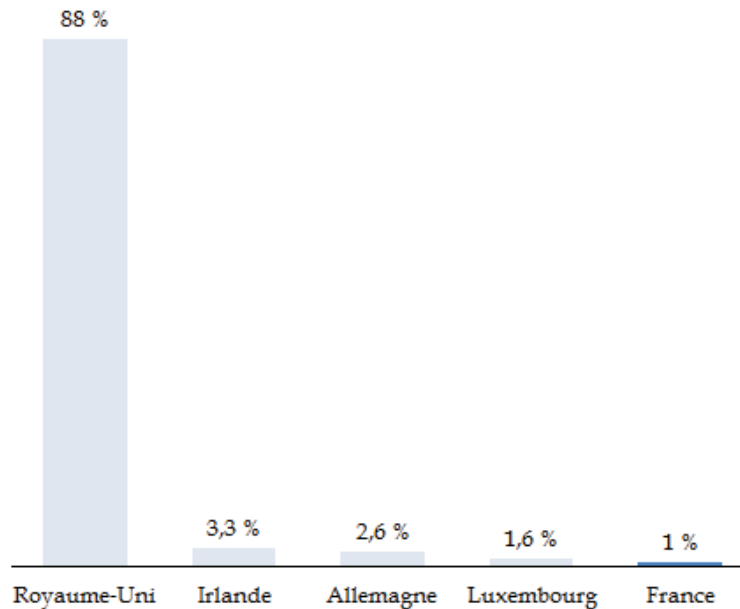
S'agissant des entreprises, le constat est loin d'être spécifique au secteur financier : comme l'a récemment mis en évidence le Conseil d'analyse économique, la France connaît depuis trente ans une « érosion nette » de sa capacité à attirer les centres de décision des entreprises étrangères<sup>1</sup>.

Dans le secteur bancaire, la place de Paris n'est ainsi pas parvenue à attirer les principales banques d'investissement américaines.

<sup>1</sup> Conseil d'analyse économique, « L'attractivité de la France pour les centres de décision des entreprises », Les notes du conseil d'analyse économique, n° 30, avril 2016.

### Répartition des effectifs des banques d'investissement américaines en Europe

(en %)



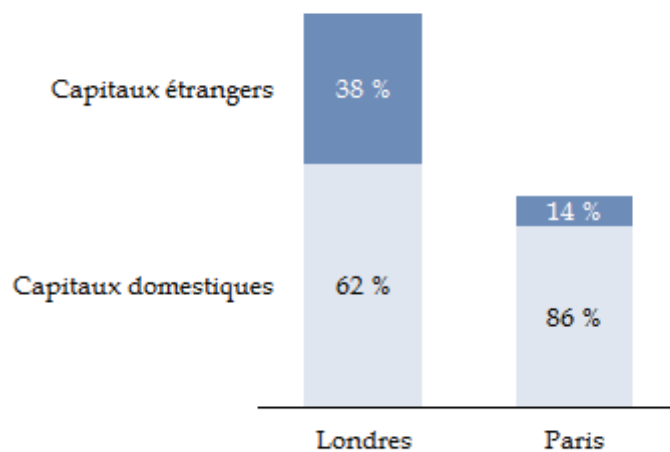
Source : commission des finances du Sénat (d'après les données de Bruegel)

Cette difficulté à tirer parti de l'ouverture financière se manifeste également par une moindre capacité à capter l'épargne internationale.

Si l'industrie française de la gestion d'actifs est la deuxième en Europe, elle repose ainsi sur une base essentiellement domestique.

### Décomposition des actifs gérés depuis Paris et Londres selon l'origine des capitaux

(en %)



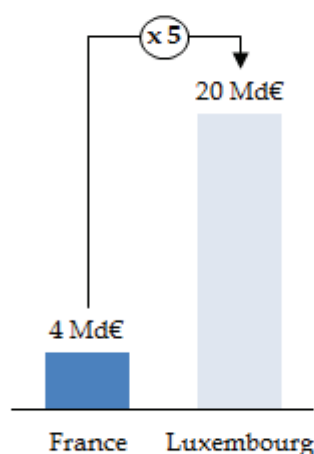
Source : commission des finances du Sénat (d'après les données de l'AFG)



À titre d'illustration, dans le secteur de l'assurance vie, le montant des primes collectées à l'étranger par les acteurs luxembourgeois est cinq fois supérieur à celui de leurs homologues français.

### Primes d'assurance-vie collectées à l'étranger par la France et le Luxembourg en 2015

(en milliards d'euros)

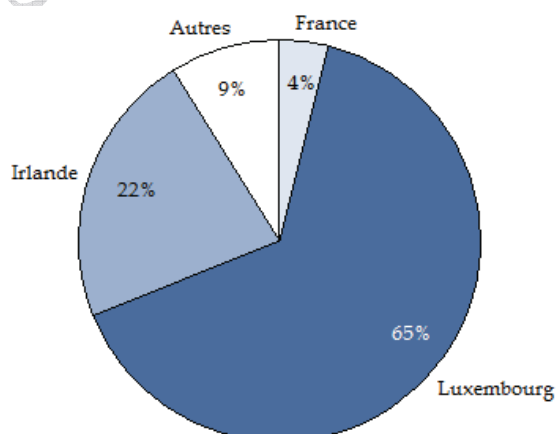


Source : commission des finances du Sénat (d'après les données de l'ACPR et du Commassu)

Ce constat concerne également l'activité de domiciliation de fonds. Ainsi, la grande majorité des acteurs ont choisi le Luxembourg et l'Irlande pour distribuer leurs fonds à l'international.

### Autorisations délivrées en Europe pour la distribution des fonds internationaux

(en %)



Note de lecture : les fonds internationaux sont ceux distribués dans au moins trois pays.

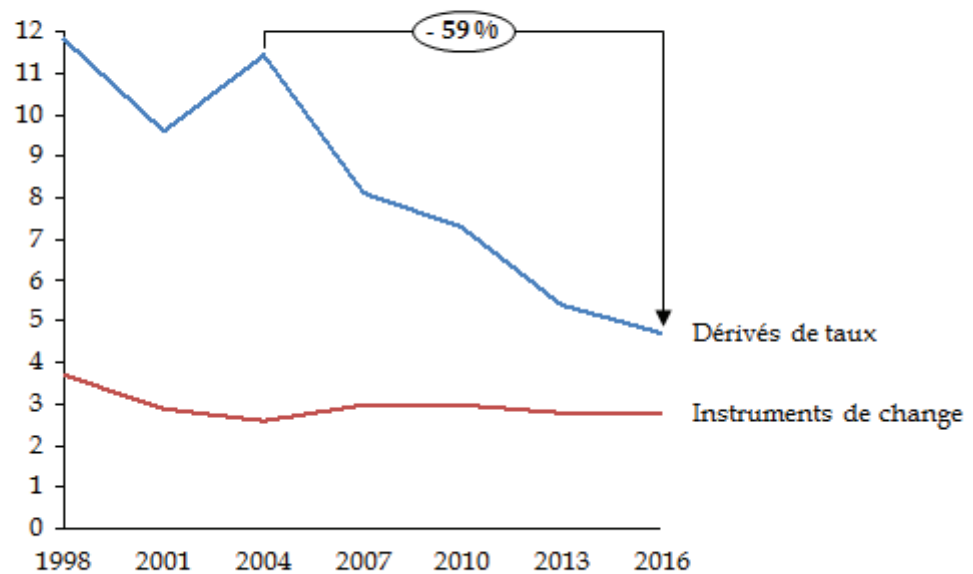
Source : commission des finances du Sénat (d'après les données de l'ALFI)

Ces données font naturellement **craindre une érosion progressive des parts de marché de la place de Paris** au profit de ses concurrents pour les activités les plus mobiles.

Ce phénomène peut déjà être observé pour certaines activités de marché, en particulier sur les **produits dérivés de taux d'intérêt** de gré à gré.

### Évolution des parts de marché de la place de Paris pour les dérivés de taux d'intérêt et les instruments de change

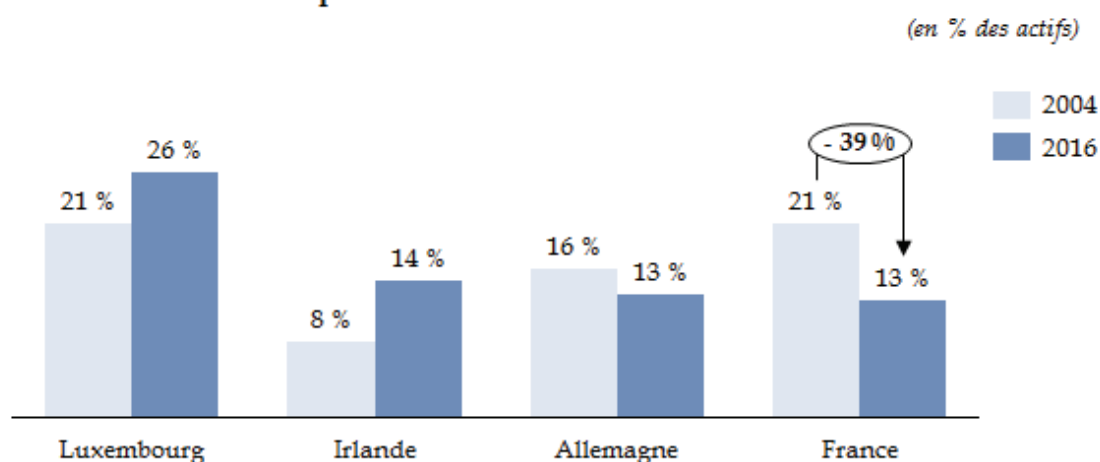
(en % des volumes d'activité au niveau mondial)



Source : commission des finances du Sénat (d'après les données de la BRI)

Une tendance similaire existe pour la **domiciliation des fonds**.

### Évolution des parts de marché en Europe depuis 2004 pour la domiciliation des fonds



*Note méthodologique : les parts de marché ont été calculées à partir de la répartition de l'actif net par pays de domiciliation pour les fonds alternatifs et UCITS.*

*Source : commission des finances du Sénat (d'après les données de l'EFAMA)*

De façon plus préoccupante, certains acteurs français semblent avoir fait le choix de (dé)localiser différentes activités à forte valeur ajoutée dans le reste de l'Europe.

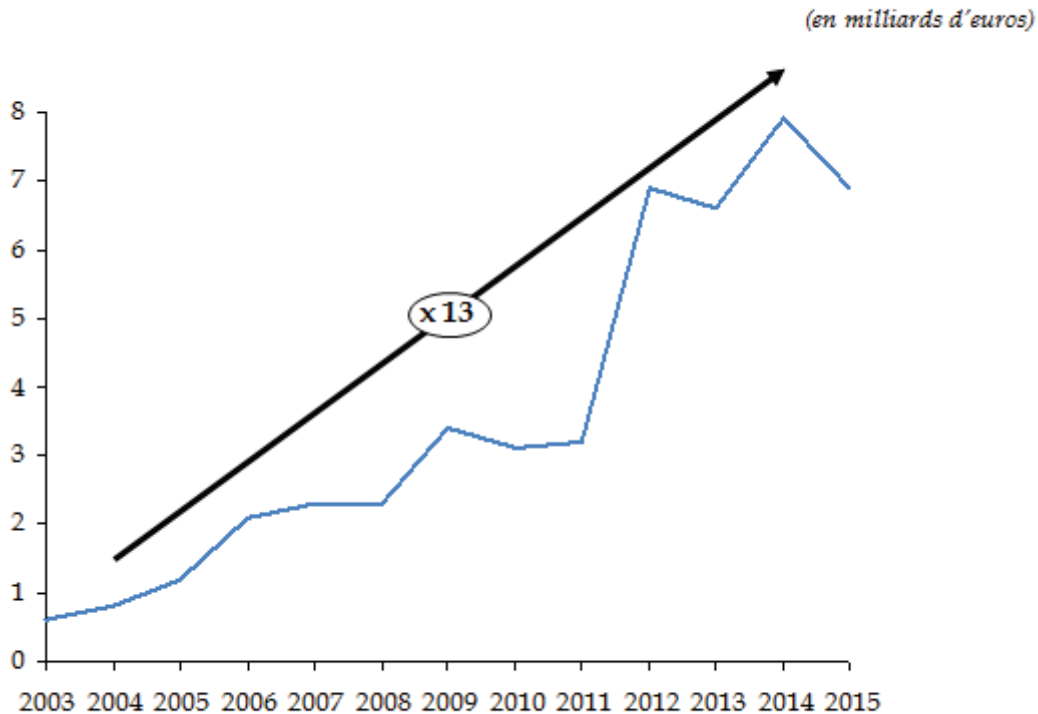
Dans le secteur de l'assurance vie, quatre des six premiers assureurs luxembourgeois constituent ainsi des filiales de groupes français<sup>1</sup>, sans que cela ne puisse être justifié par la nécessité de se rapprocher des clients locaux. Le montant des primes encaissées par ces quatre acteurs atteint ainsi 7 milliards d'euros en 2015<sup>2</sup>, alors que le montant des primes collectées par l'ensemble des assureurs sur le marché domestique luxembourgeois s'élève à seulement 1,3 milliard d'euros.

En parallèle, cette évolution s'accompagne d'une très forte hausse des primes d'assurance vie encaissées par les entreprises opérant depuis le Luxembourg en provenance de la France.

<sup>1</sup> Commissariat aux assurances, annexe au rapport annuel 2015/2016.

<sup>2</sup> Association des compagnies d'assurances et de réassurances du Grand-Duché de Luxembourg, « Assurance Vie – détail national et international – Total du marché », Statistiques pour l'année 2015.

### Évolution des primes d'assurance-vie en provenance de la France encaissées par les acteurs luxembourgeois



Source : commission des finances du Sénat (d'après les données du Commassu)

Depuis 2010, la France constitue ainsi le premier client de l'assurance vie luxembourgeoise, le montant des primes collectées (7 milliards d'euros) restant néanmoins limité par rapport à la taille du marché français (141 milliards d'euros).

## 2. Son internationalisation apparaît pénalisée par l'inadaptation de son environnement fiscal, social et réglementaire

Ces signaux d'alerte imposent de s'interroger sur les freins rencontrés par la place de Paris pour tirer pleinement parti de ses atouts dans la compétition internationale.

*a) Le principal handicap concurrentiel de la place de Paris tient au niveau des prélèvements sur le travail payés par les employeurs du secteur financier pour les salariés qualifiés*

À cet égard, le niveau des prélèvements sur le travail constitue un facteur déterminant pour l'attractivité d'un territoire. Ainsi, une augmentation de 10 % du coût salarial se traduirait en moyenne par une

diminution comprise entre 13 % et 25 % de la probabilité d'implantation nouvelle d'entreprises<sup>1</sup>.

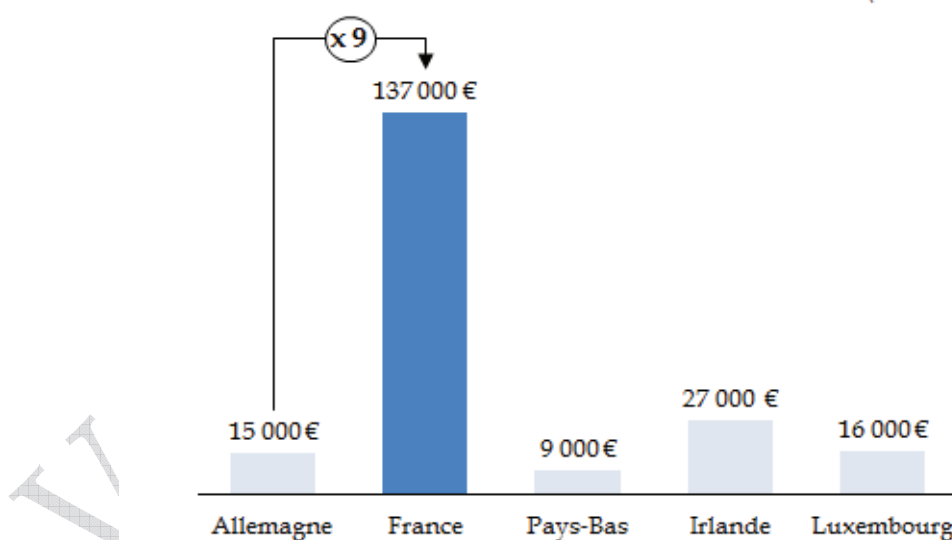
Dans ce domaine, le secteur financier français souffre d'un handicap concurrentiel très marqué pour les salariés qualifiés.

Du point de vue du salarié, la situation française apparaît tout à fait comparable à celle de ses principaux concurrents européens. Comme le relève une étude comparative récente menée par un grand groupe international à la demande de l'inspection générale des finances, la France apparaît « bien placée sur le plan de la fiscalité individuelle appliquée aux salaires, même si une partie de ce gain est rogné par les charges sociales employé »<sup>2</sup>. Pour les travailleurs, l'imposition plus faible des revenus en France vient ainsi compenser les prélèvements sociaux plus élevés.

Du point de vue de l'employeur, le niveau des prélèvements sur le travail dans le secteur financier constitue en revanche un handicap concurrentiel majeur.

#### Montant des prélèvements sur le travail payés par l'employeur pour un salaire annuel fixe de 250 000 euros dans le secteur financier

(en euros)



Note de lecture : les données pour la France et l'Allemagne ont été fournies par la direction de la législation fiscale, celles pour l'Irlande, les Pays-Bas et le Luxembourg ont été calculées à partir des barèmes 2015 publiés par le Centre des liaisons européennes et internationales de sécurité sociale. Pour la France, le calcul tient compte de la taxe sur les salaires.

Source : commission des finances du Sénat

<sup>1</sup> Inspection générale des finances, « Attractivité du territoire français pour les talents internationaux », avril 2016, Annexe VIII, p. 31.

<sup>2</sup> Ibid., p. 35. L'étude comparative porte sur la France, la Belgique, les Pays-Bas, l'Allemagne et le Royaume-Uni.

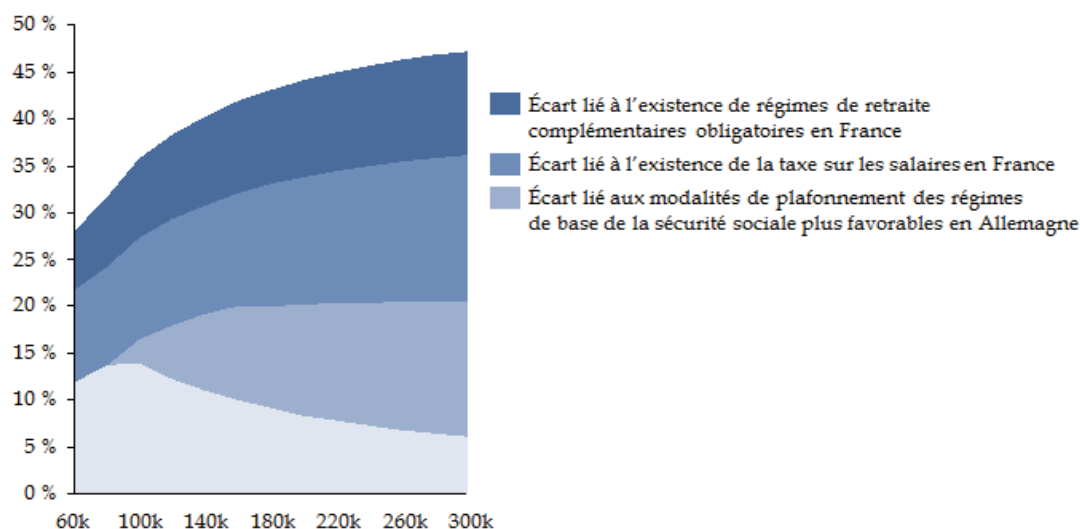
Ainsi, le montant des prélèvements payés par un employeur pour un salarié rémunéré à hauteur de 250 000 euros – soit environ 18 000 euros net par mois – est **neuf fois supérieur en France qu'en Allemagne**.

Pour un salaire annuel brut de 250 000 euros, le coût total pour l'employeur, c'est-à-dire la somme du salaire brut et des prélèvements sur le travail, s'élève ainsi à 265 000 euros en Allemagne, contre 387 000 euros en France, soit un **écart de 46 %**.

Il peut être observé que l'écart de coût total pour l'employeur entre la France et l'Allemagne est **croissant** avec le niveau de rémunération.

#### Décomposition de l'écart de coût total (salaire brut + charges) pour l'employeur en France par rapport à l'Allemagne selon le niveau du salaire brut annuel

(en % du salaire brut, en milliers d'euros)



*Note méthodologique : l'écart lié aux modalités de plafonnement des régimes de base de la sécurité sociale a été calculé par différence avec un scénario contrefactuel dans lequel les plafonds allemands ont été appliqués à l'ensemble des régimes de base français.*

*Source : commission des finances du Sénat*

**La décomposition de l'écart de coût total avec l'Allemagne conduit à mettre en évidence trois principaux facteurs explicatifs.**

**Pour un salaire brut annuel de 250 000 euros, la taxe sur les salaires explique un tiers de l'écart entre la France et l'Allemagne.**

Acquittée par les employeurs qui ne sont pas soumis à la taxe sur la valeur ajoutée (TVA) sur au moins 90 % de leur chiffre d'affaires et calculée sur les rémunérations versées selon un barème progressif, cette taxe

représente une recette de 12,9 milliards d'euros en 2015<sup>1</sup>. Elle ne connaît **aucun équivalent** chez nos concurrents européens.

**L'absence de contribution obligatoire aux régimes de retraite complémentaires constitue le deuxième facteur déterminant : elle explique un quart de l'écart de coût total pour l'employeur.**

Comme le rappellent Henri Lagarde et Clément Kopp, « *en Allemagne, la notion de retraite complémentaire obligatoire (payée par les charges sociales de l'entreprise) n'existe pas* »<sup>2</sup>. Si les employeurs allemands ne sont pas tenus d'abonder les plans d'entreprise proposés à leurs salariés, il est toutefois courant qu'ils le fassent à titre volontaire, ce qui doit conduire à **relativiser l'importance de ce facteur**. D'après une étude de l'Institut d'économie de Cologne mentionnée par la Cour des comptes, un salarié du secteur privé allemand sur deux serait ainsi couvert, pour un niveau de prélèvement moyen représentant 10 % du salaire brut<sup>3</sup>.

Les entreprises allemandes restent néanmoins libres de remettre en cause les plans d'entreprise offerts à leurs salariés : en 2004, la Commerzbank, quatrième banque allemande, avait ainsi déclenché une polémique nationale en « *informant par lettre plus de 20 000 salariés bénéficiaires qu'elle cesserait toute nouvelle contribution sur leurs plans de retraite* », alors que ces derniers « *recevaient l'équivalent de 13 % de leur salaire sur un compte bloqué jusqu'à leur départ* »<sup>4</sup>.

**Enfin, l'absence de plafonnement des cotisations sociales versées par les employeurs constitue le dernier facteur pénalisant, qui explique un tiers de l'écart de coût total pour l'employeur.**

Comme le rappelle la Cour des comptes, si « *jusqu'en 1978, les cotisations au régime général sur la partie des salaires supérieure au plafond de la sécurité sociale restaient marginales (...) au cours des quinze années suivantes, une part prépondérante des cotisations aux régimes de base a été déplafonnée* »<sup>5</sup>. À l'inverse, l'ensemble des cotisations allemandes demeurent plafonnées, à l'exception de l'assurance-accident.

**C'est principalement en raison de ce déplafonnement, qui n'a pas d'équivalent chez nos principaux voisins, que le surcoût pour les employeurs français croît fortement avec le montant du salaire versé.**

Comme le résume l'économiste Gilles Saint-Paul, « *les politiques de l'emploi des dernières décennies* », qui ont « *reposé largement sur la baisse du coût*

<sup>1</sup> Données fournies par la direction de la législation fiscale.

<sup>2</sup> Henri Lagarde et Clément Kopp, « Les charges en France et en Allemagne : les vérités qui dérangent », Le journal de l'école de Paris du management, n° 92, juin 2011, pp. 9-17.

<sup>3</sup> Cour des comptes, « Rapport sur l'application des lois de financement de la sécurité sociale », septembre 2015, p. 550.

<sup>4</sup> Adrien de Tricomot, « Trois sociétés allemandes taillent dans les retraites de leurs salariés », Le Monde, 10 janvier 2004.

<sup>5</sup> Cour des comptes, « Rapport sur l'application des lois de financement de la sécurité sociale », précité, p. 150.

---

du travail peu qualifié au moyen de baisses de charges », ont conduit à ce que les travailleurs qualifiés français figurent « parmi les plus chers du monde », au risque de provoquer une « *accélération de l'exode des cerveaux et, à terme, une délocalisation des centres décisionnels et intellectuels des entreprises* »<sup>1</sup>.

La situation apparaît d'autant plus préoccupante que ce désavantage compétitif est parfaitement identifié par les acteurs. À titre d'exemple, René Proglyo, directeur général de Morgan Stanley France, déclarait le 8 février dernier devant votre commission que « *ce qui nous handicape, ce sont les charges sociales - et ça c'est colossal. Et je parle des charges sociales patronales. (...) Quand vous regardez les écarts entre Francfort et Paris sur ce point, vous comprenez qu'on a un très, très gros problème* »<sup>2</sup>.

*b) Sur le plan de la fiscalité des entreprises, le problème tient moins au niveau de taxation qu'à l'imprévisibilité qui caractérise le système français*

S'agissant de la fiscalité des entreprises du secteur financier, les éléments recueillis par votre rapporteur général lors de ses travaux suggèrent que le problème concerne moins le niveau de taxation - et ce d'autant qu'une baisse progressive de l'impôt sur les sociétés a été engagée, comme cela sera rappelé ci-après - que **l'instabilité qui caractérise la fiscalité française**.

**En moyenne, 20 % des articles du code général des impôts sont ainsi modifiés chaque année**<sup>3</sup>.

L'exemple des **actions gratuites** est à cet égard particulièrement illustratif de l'imprévisibilité du système fiscal français. Alors que les dispositions de la loi pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques de 2015 visant à assouplir le régime des actions gratuites<sup>4</sup> n'étaient effectives que depuis quelques mois<sup>5</sup>, la loi de finances pour 2017<sup>6</sup> est revenue en partie sur ces évolutions. Il s'agit pourtant d'un **élément majeur d'attractivité**, dans la mesure où les actions gratuites constituent un élément de rémunération important des dirigeants et cadres de haut niveau

---

<sup>1</sup> Gilles Saint-Paul, « Plafonner les charges sociales des entreprises », *Slate*, 19 mars 2017.

<sup>2</sup> *Propos tenus le 8 février 2017 lors de l'audition relative à la compétitivité des places financières organisée par la commission des finances du Sénat.*

<sup>3</sup> Olivier Fouquet, « Améliorer la sécurité juridique des relations entre l'administration fiscale et les contribuables : une nouvelle approche », *Rapport au ministre du budget, des comptes publics et de la fonction publique*, juin 2008, p. 7.

<sup>4</sup> Article 135 de la loi n° 2015-990 du 6 août 2015 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques.

<sup>5</sup> La réforme intervenue en 2015 n'est applicable qu'aux seules actions gratuites dont l'attribution a été autorisée postérieurement à la publication de la loi pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques, parue le 7 août 2015. Les assemblées générales extraordinaires se réunissant le plus souvent au premier semestre, les dispositions votées n'ont donc été véritablement mises en œuvre qu'au premier semestre 2016.

<sup>6</sup> Article 61 de la loi n° 2016-1917 du 29 décembre 2016 de finances pour 2017.



en France, le régime des stock-options demeurant « *délibéré pénalisé* » sur le plan fiscal et social<sup>1</sup>.

**S'agissant du secteur financier, cette instabilité apparaît d'autant plus problématique qu'elle s'accompagne d'une véritable « inventivité » fiscale.**

**À titre d'illustration, le secteur bancaire a ainsi été soumis à quatre nouvelles « taxes » spécifiques depuis 2010<sup>2</sup>, pour un rendement global de 867 millions d'euros en 2016. Il s'agit de :**

- la taxe au profit du fonds de soutien aux collectivités territoriales ayant contracté des produits structurés, prévue à l'article 235 *ter* ZE *bis* du code général des impôts ;

- la taxe de risque systémique prévue à l'article 235 *ter* ZE du code général des impôts, mise en place afin de limiter la prise de risque et de compenser le coût de la crise financière ;

- la contribution pour frais de contrôle de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution, prévue à l'article L. 612-20 du code monétaire et financier ;

- des droits et contributions supplémentaires aux ressources de l'Autorité des marchés financiers (AMF), prévus à l'article L. 621-5-3 du code monétaire et financier.

**Une fois mises en place, il peut être noté que ces nouvelles taxes ont rapidement été modifiées, dans un objectif de rendement budgétaire.** En dépit de l'opposition de votre commission des finances, l'article 26 de la loi de finances rectificative pour 2014<sup>3</sup> a ainsi imposé la non-déductibilité de la taxe de risque systémique de l'assiette de l'impôt sur les sociétés, mesure dont le coût pour le secteur bancaire au titre de l'année 2016 était estimé à 382 millions d'euros<sup>4</sup>. L'article 31 de la loi de finances pour 2016<sup>5</sup> a par ailleurs augmenté le taux de la taxe pour le financement du fonds de soutien aux collectivités territoriales. **Dans ce contexte, il n'est pas étonnant que certaines places financières aient fait de la stabilité fiscale un véritable argument de promotion.** Le directeur général de *Luxembourg for Finance*, association de promotion de la place luxembourgeoise, met ainsi l'accent sur la stabilité fiscale de son pays pour se démarquer de ses concurrents – et notamment de Paris<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> Inspection générale des finances, « Attractivité du territoire français pour les talents internationaux », avril 2016, Annexe VIII, p. 197.

<sup>2</sup> Juridiquement, les contributions pour frais de contrôle ne sont toutefois pas considérées par l'Insee comme des prélèvements obligatoires.

<sup>3</sup> Loi n° 2014-1655 du 29 décembre 2014 de finances rectificative pour 2014.

<sup>4</sup> D'après l'évaluation préalable annexée au projet de loi de finances rectificative.

<sup>5</sup> Loi n° 2015-1785 du 29 décembre 2015 de finances pour 2016.

<sup>6</sup> Frédéric Lejoint, « Le Luxembourg continue d'attirer les capitaux », *Juliette & Victor*, n° 53, p. 159.

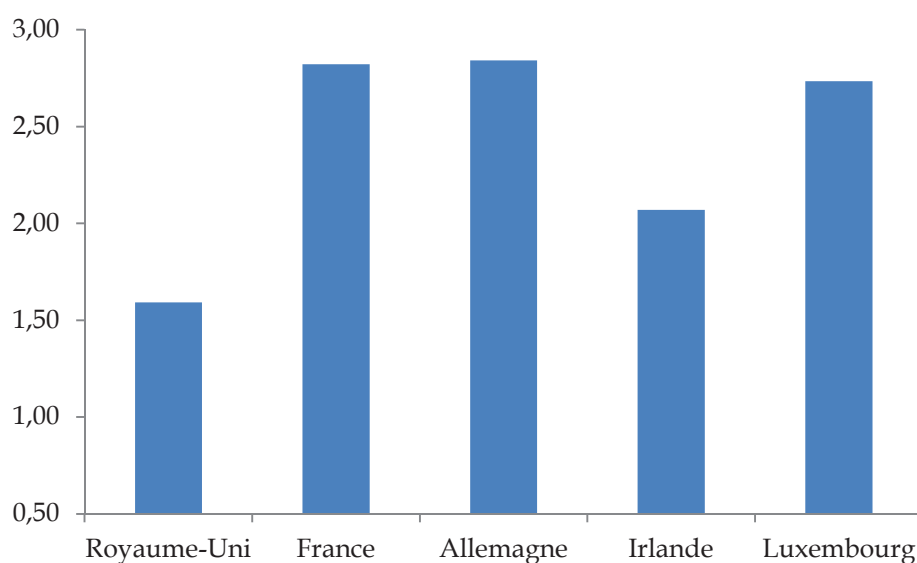
*c) Si le droit du travail français apparaît désormais plus souple qu'en Allemagne, il reste trop imprévisible et moins flexible que dans le monde anglo-saxon*

S'agissant du droit du travail, différents classements internationaux établis par l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) ou par la Banque mondiale traduisent historiquement le choix d'un modèle social privilégiant la protection de l'emploi. **La France figure ainsi à la quatorzième place des pays de l'Union européenne en matière de protection des emplois à durée indéterminée.**

**Un écart sensible existe avec les pays anglo-saxons**, qui reflète en partie des préférences collectives irréductibles.

**La protection offerte par le droit social français apparaît en revanche légèrement inférieure à celle de l'Allemagne**, qui constitue le principal concurrent de la place de Paris.

Comparaison de l'indicateur de la protection de l'emploi 2013 de l'OCDE



Source : commission des finances du Sénat, à partir des données OCDE

Comme le relève Gilbert Cette<sup>1</sup>, **ces données n'intègrent toutefois pas l'effet d'importantes réformes** intervenues au cours des dernières années pour améliorer les procédures de rupture du contrat de travail.

Ainsi de la loi du 25 juin 2008<sup>2</sup>, qui introduit **la rupture conventionnelle**. Ce dispositif permet de mettre fin à l'amiable au contrat de

<sup>1</sup> Gilbert Cette, introduction du séminaire « Politiques de l'emploi » organisé par la direction générale du Trésor le 11 mars 2016, p. 7.

<sup>2</sup> Article 5 de la loi n° 2008-596 du 25 juin 2008 portant modernisation du marché du travail.

travail à près de 35 000 salariés par mois en moyenne<sup>1</sup>, soit plus de 11 % des ouvertures de droits à l'assurance chômage. Or **le droit du travail allemand n'ouvre pas cette possibilité : un départ négocié n'exonère pas l'employeur des contraintes procédurales du licenciement**, ce qui comprend notamment sa motivation.

Surtout, **une contrainte spécifique à l'Allemagne s'ajoute, avec le principe de la « sélection sociale »**, qui contraint fortement le choix de l'employeur pour les salariés à licencier. En vertu de ce principe, l'employeur doit licencier en priorité le salarié ayant le moins d'ancienneté, le plus jeune ou sans obligations familiales<sup>2</sup>.

Aussi le ministre des finances du *Land* de Hesse, Thomas Schäfer, constate-t-il le **manque de compétitivité du droit social allemand** par rapport à l'Irlande et à la France<sup>3</sup>. Malgré ses déclarations appelant à un assouplissement de la protection contre le licenciement ciblé sur les salariés présentant les plus hautes rémunérations, la ministre fédérale du travail, Andrea Nahles, a exclu cette perspective, ces compétences relevant du *Bund*.

Dans ces conditions, **le droit du travail français se compare favorablement** au cadre en vigueur dans les autres pays d'Europe continentale.

Toutefois, **deux caractéristiques** relatives aux modalités de licenciement **demeurent problématiques** :

- **la faible prévisibilité du coût d'un licenciement** : dès lors qu'aucun barème n'encadre les indemnités susceptibles d'être prononcées par le juge, l'entreprise ne peut préalablement le déterminer ;

- **la durée des procédures**<sup>4</sup> : le taux de recours aux prud'hommes concerne environ un quart des licenciements, dont 60 % se prolongent jusqu'à une audience de jugement. En ce cas, la procédure moyenne est de quinze mois environ, mais atteint vingt-deux mois en région parisienne. En regard, la barémisation des indemnités contentieuses en Allemagne favorise la conciliation, pour laquelle un délai de deux mois et demi suffit<sup>5</sup>.

*d) La concurrence entre les systèmes juridiques n'a pas été suffisamment prise en compte par les pouvoirs publics*

**La concurrence entre les territoires ne concerne pas seulement le cadre fiscal et social mais les systèmes juridiques dans leur ensemble** : aussi, comme le relevait une mission commune d'information du Sénat dans

<sup>1</sup> Données DARES, avril 2017.

<sup>2</sup> Seuls les personnels dirigeants ou les membres du directoire sont exclus du cadre de protection contre le licenciement.

<sup>3</sup> Voir notamment le *Frankfurter Allgemeine Zeitung* du 21 décembre 2016.

<sup>4</sup> Corinne Prost, intervention au séminaire « Politiques de l'emploi » organisé par la direction générale du Trésor le 11 mars 2016, p. 31.

<sup>5</sup> Données fournies par la direction générale du Trésor.

---

son rapport consacré à la « bataille des centres de décision », il est « *impératif (...) de savoir adapter certains outils juridiques, voire de les introduire en droit français lorsque leur absence oblige parfois les agents à développer hors de France certaines opérations* »<sup>1</sup>.

Or, il apparaît que les pouvoirs publics n'ont pas toujours fait preuve d'une **réactivité suffisante** pour remédier aux faiblesses du droit français ou anticiper certaines évolutions dans le domaine des services financiers.

À titre d'exemple, dans le secteur de la gestion d'actifs, les conséquences de la directive dite « AIFM »<sup>2</sup>, transposée dans l'ordre juridique français en 2013<sup>3</sup>, n'avaient pas été suffisamment anticipées.

Alors que cette directive avait pour objectif d'accroître l'intégration et la concurrence sur le marché européen des fonds d'investissement, en permettant aux gestionnaires de commercer plus librement leurs véhicules dans l'Union européenne, le manque de réactivité des autorités françaises a conduit à un **fort développement de l'Irlande et du Luxembourg** pour la domiciliation des fonds.

En effet, ces pays « *ont profité de la transposition de la directive AIFM pour créer de nouveaux véhicules* » répondant à la demande de neutralité fiscale et de souplesse des investisseurs afin « *d'attirer les investisseurs anglo-saxons et nordiques (...) et ainsi profiter de la concurrence accrue sur le marché du capital-investissement* »<sup>4</sup>. En particulier, les sociétés en commandite spéciales instituées par le Luxembourg en 2013 « *ont connu un succès important, plus de 290 d'entre elles ayant été créées dans l'année qui a suivi, au détriment des fonds français* »<sup>5</sup>. Ce n'est finalement qu'en 2015 que la loi pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques<sup>6</sup> est venue compléter la gamme des fonds d'investissement français avec un nouveau véhicule s'efforçant de correspondre à la demande internationale, la société de libre partenariat (SLP), avec cependant des insuffisances comme souligné ci-après dans le présent rapport.

**Le même constat peut être dressé concernant les actions à droit de vote multiple.**

---

<sup>1</sup> Rapport d'information n° 347 (2006-2007) de M. Christian Gaudin fait au nom de la mission commune d'information « centre de décision économique » et déposé le 22 juin 2007, p. 258.

<sup>2</sup> Directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs.

<sup>3</sup> Ordonnance n° 2013-676 du 25 juillet 2013 modifiant le cadre juridique de la gestion d'actifs.

<sup>4</sup> Rapport sur le projet de loi pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques n° 370 (2014-2015) de Mmes Catherine Deroche, Dominique Estrosi Sassone et M. François Pillet, fait au nom de la commission spéciale du Sénat et déposé le 25 mars 2015, p. 387.

<sup>5</sup> Ibid.

<sup>6</sup> Article 45 de la loi n° 2015-990 du 6 août 2015 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques.

Dès 2007, une mission commune d'information du Sénat proposait dans ses conclusions de déroger plus largement à la stricte proportionnalité entre le capital et les droits de vote en droit français<sup>1</sup>, dans la mesure où « *les législations nationales de nombreux pays en Europe (Danemark, Finlande, Pays-Bas, Suède, Danemark) autorisent les actions à droit de vote multiple* ».

En l'absence d'une telle évolution, qui correspond aux besoins de certains émetteurs, « *des transferts de siège en direction des Pays-Bas ont été observés* » **en Europe** (Altice, Fiat Chrysler Automobiles, etc.)<sup>2</sup>. C'est également pour cette raison que le géant chinois du commerce en ligne Alibaba a préféré réaliser la plus grande introduction en bourse de l'Histoire à New York plutôt qu'à Hong Kong, en dépit de sa proximité géographique avec la cité-État.

Dans ce contexte, l'enjeu ne se limite pas à essayer d'attirer les emplois et capitaux qui seraient transférés de Londres vers le continent en raison du *Brexit*, mais bien de **développer le potentiel de croissance de la place financière de Paris dans une perspective de moyen terme**, à l'image de ce qui a pu être réalisé dans les années 1980 pour moderniser notre place financière.

**Le *Brexit* constitue toutefois un levier unique pour renforcer la dimension internationale de la place de Paris**, par le rééquilibrage du paysage financier européen qu'il est susceptible d'entraîner.

---

<sup>1</sup> Rapport d'information n° 347 (2006-2007) de M. Christian Gaudin, précité, p. 258.

<sup>2</sup> Les Échos, « La place de Paris réfléchit à des actions à droits de vote multiple », 21 avril 2017.

Version provisoire

## DEUXIÈME PARTIE

### LE BREXIT POURRAIT PERMETTRE UN RÉÉQUILIBRAGE DU PAYSAGE FINANCIER EUROPÉEN AU PROFIT DE PARIS, À CONDITION D'ÊTRE CORRECTEMENT NÉGOCIÉ

#### I. LE BREXIT EST SUSCEPTIBLE DE FAVORISER UN RÉÉQUILIBRAGE DU PAYSAGE FINANCIER EUROPÉEN DONT L'AMPLEUR DÉPENDRA DE L'ISSUE DES NÉGOCIATIONS

##### A. LA PERTE D'ACCÈS AU MARCHÉ UNIQUE FRAGILISE LA CAPACITÉ DE L'INDUSTRIE FINANCIÈRE BRITANNIQUE À DÉPLOYER SES ACTIVITÉS EN EUROPE

##### 1. La place de Londres constitue pour de nombreux acteurs financiers une porte d'entrée vers l'Union européenne

Comme cela a été précédemment rappelé, la place financière de Londres constitue actuellement la **première place financière européenne, sinon mondiale**. Alors que sa domination en Europe est restée largement incontestée tout au long du XXème siècle, les réformes réglementaires engagées en 1986 lui ont permis de rattraper New York au sommet de la hiérarchie mondiale<sup>1</sup>.

Ainsi, le degré d'internationalisation et de développement de la *City* apparaît bien supérieur à celui de ses principaux concurrents européens.

##### Comparaison des principales places financières européennes

	Londres	Francfort	Paris	Dublin	Amsterdam
Classement GCFI (septembre 2016)	1 <sup>er</sup>	19 <sup>e</sup>	29 <sup>e</sup>	31 <sup>e</sup>	33 <sup>e</sup>
Excédent du secteur financier (Md€)	87,1	7,4	6,1	6,7	0,7
Nombre d'institutions financières monétaires (IFM) étrangères immatriculées	123	63	39	30	34

Source : commission des finances du Sénat (d'après les données du GFCI, de Bruegel et de la BRI)

**Fort logiquement, la plupart des acteurs financiers internationaux ont donc fait le choix de s'installer à Londres pour servir leurs clients européens.** À titre d'illustration, les cinq plus grandes banques

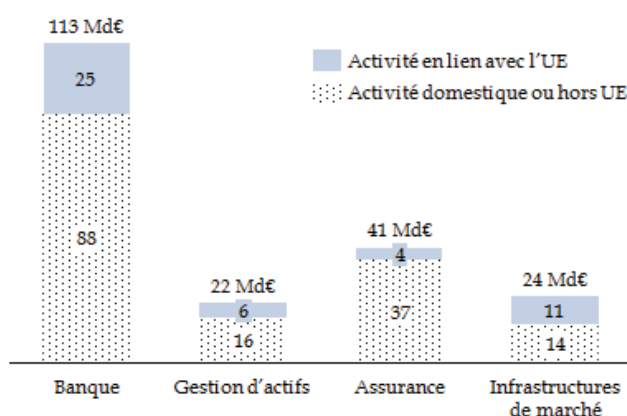
<sup>1</sup> Pour une description détaillée du « Big Bang » réglementaire de 1986, voir notamment : Iain Martin, *Crash Bang Wallop*, précité, 2017.

d'investissement américaines ont installé leur siège européen sur le territoire britannique et y ont localisé 88 % de leurs effectifs européens<sup>1</sup>.

**Au total, un quart des revenus du secteur financier britannique serait ainsi lié à l'Union européenne<sup>2</sup>.**

### Décomposition sectorielle des revenus annuels du secteur financier britannique

(en milliards d'euros)



Source : commission des finances du Sénat (d'après les données d'Oliver Wyman)

**Cette concentration des services financiers à Londres a été facilitée par la mise en place d'un système d'agrément unique, aussi appelé « passeport européen », qui permet aux établissements de crédit, de paiement, de monnaie électronique, ainsi qu'aux entreprises d'investissement ou d'assurance d'exercer leurs activités dans l'ensemble des États membres de l'Union européenne ou de l'Espace économique européen, dès lors qu'ils ont obtenu dans leur pays d'origine un agrément de l'autorité compétente<sup>3</sup>.**

Concrètement, l'utilisation du mécanisme du passeport peut prendre pour les acteurs britanniques **deux formes** :

- **la fourniture transfrontalière de services** depuis le Royaume-Uni, dans le cadre de la « libre prestation de services » ;

- **l'établissement de succursales**, dans le cadre de la « liberté d'établissement ».

<sup>1</sup> Charles Goodhart et Dirk Schoenmaker, « The United States dominate global investment banking : does it matter for Europe ? », Bruegel Policy Contribution, mars 2016.

<sup>2</sup> Oliver Wyman, « Brexit Impact on the UK-based Financial Services Sector », octobre 2016.

<sup>3</sup> En matière bancaire, la reconnaissance mutuelle des agréments a été introduite dès 1989 dans la deuxième directive bancaire. Actuellement, l'article 17 de la directive dite « CRD IV » dispose ainsi que « les États membres d'accueil n'exigent pas d'agrément ou de capital de dotation pour les succursales d'établissements de crédit agréés dans d'autres États membres ».

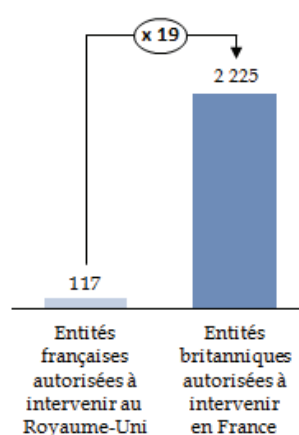


D'après la Chambre des Lords, **336 421 passeports ont été délivrés à 5 476 entreprises britanniques** pour exercer leurs activités dans l'Union européenne. En sens inverse, le nombre de passeports délivrés par l'ensemble des autres États membres serait limité à 23 532, pour un total de 13 484 entreprises autorisées à exercer au Royaume-Uni<sup>1</sup>.

Les données fournies par la direction générale du Trésor tendent à **confirmer l'importance de ce mécanisme pour le Royaume-Uni.**

### Volume de passeports entre la France et le Royaume-Uni

(en nombre d'entités)



*Note de lecture : ces chiffres doivent être interprétés avec prudence en raison de la pratique de certains établissements britanniques consistant à procéder systématiquement à des notifications de passeport dans tous les États membres. En tout état de cause, ils n'indiquent pas l'ampleur des activités exercées.*

*Source : commission des finances du Sénat (d'après les réponses au questionnaire adressé à la direction générale du Trésor)*

Aussi, la perte du « passeport européen » est susceptible de se traduire par des **délocalisations importantes** dans le domaine des services financiers.

## 2. La perte du « passeport européen » est susceptible de se traduire par des transferts d'activités et d'emplois importants, au détriment de Londres

**Au lendemain du Brexit, l'objectif de maintenir l'accès du Royaume-Uni au marché unique ne semblait pas totalement écarté par les britanniques.**

Il est vrai que certains pays non-membres de l'Union européenne bénéficient d'un accès quasi complet au marché unique – incluant le

<sup>1</sup> Chambre des Lords, « Brexit : financial services », 9th Report of Session 2016-2017, 15 décembre 2016, p. 11.

« passeport européen » -, en contrepartie du respect de l'essentiel de ses règles et du versement d'une contribution. Ainsi, la Norvège, l'Islande et le Liechtenstein bénéficient du « passeport européen » dans le cadre de leur appartenance à l'Espace économique européen (EEE).

### Les conditions d'un rattachement à l'Espace économique européen

L'Espace économique européen (EEE) rassemble les 28 États de l'Union européenne et trois des quatre pays membres de l'Association européenne de libre-échange (AELE) - à savoir la Norvège, l'Islande et le Liechtenstein qui ont, ainsi, accès à de larges pans du marché unique.

Dans l'hypothèse où, à la suite d'un « Brexit », le Royaume-Uni souhaitait rejoindre l'EEE, celui-ci devrait préalablement adhérer à l'AELE et recueillir, à cet effet, l'unanimité des membres de l'Association ; de même, sa candidature devrait, ensuite, être unanimement validée par les membres de l'EEE.

L'adhésion à l'Espace économique européen comporte des obligations, comme celle d'apporter une contribution au budget de l'Union européenne.

En dépit d'une plus grande souplesse en matière agricole ou encore de pêche, les pays de l'EEE sont tenus d'appliquer l'essentiel des règles de l'Union européenne présentant directement un lien avec le marché unique, ou moins directement, comme dans les domaines environnementaux ou de la politique sociale. Dans ce cadre, resteraient ainsi applicables les libertés de circulation des biens, des services, des capitaux et des personnes.

Source : rapport d'information n° 656 (2015-2016) d'Albéric de Montgolfier fait au nom de la commission des finances, précité.

À cet égard, il peut être noté que David Davis, ministre en charge du Brexit au sein du gouvernement britannique, évoquait le 1<sup>er</sup> décembre 2016 devant les parlementaires britanniques la possibilité de verser une contribution à l'Union européenne pour conserver un accès « aussi large que possible » au marché unique<sup>1</sup>.

Dans un discours prononcé à *Lancaster House* le 17 janvier 2017, la Première ministre britannique Theresa May a toutefois clarifié la position britannique en indiquant ne pas rechercher à maintenir le Royaume-Uni au sein du marché unique, ouvrant ainsi la voie à un Brexit « dur ».

<sup>1</sup> RTBF, « Brexit: le Royaume-Uni envisagerait de payer pour conserver un accès au marché unique », 1<sup>er</sup> décembre 2016.

### Extraits du discours de Theresa May à Lancaster House

*Je veux être claire. Ce que je propose ne peut pas signifier être membre du marché unique de l'UE.*

*Les dirigeants européens ont dit à plusieurs reprises qu'être membre veut dire accepter les « quatre libertés » dans les domaines des marchandises, du capital, des services et des personnes.*

*Et le fait d'être en dehors de l'UE mais membre du marché unique voudrait dire se conformer aux textes réglementaires de l'UE qui mettent en œuvre ces libertés, sans avoir notre mot à dire sur ces textes réglementaires. Cela voudrait dire accepter un rôle pour la Cour de justice de sorte que celle-ci conserverait une juridiction directe dans notre pays.*

*Cela reviendrait à ne pas quitter l'UE du tout.*

*Et c'est pourquoi les deux camps de la campagne du référendum ont précisé qu'un vote pour quitter l'UE serait un vote pour quitter le marché unique.*

*Donc nous ne recherchons pas l'appartenance au marché unique. Nous recherchons plutôt le plus grand accès possible à ce marché à travers un Accord de Libre Échange nouveau, complet, audacieux et ambitieux.*

Source : « Un "Global Britain" », Traduction de courtoisie du discours prononcé par la Première ministre Theresa May, Lancaster House, 17 Janvier 2017.

En l'absence de respect de la compétence de la Cour de justice de l'Union européenne et de la liberté de circulation, **il semble désormais acquis qu'il ne pourra pas y avoir de maintien du « passeport européen » pour les acteurs britanniques**, comme tendent à le confirmer les auditions menées par votre commission des finances<sup>1</sup>.

De ce fait, de nombreux acteurs financiers devraient être contraints d'ouvrir une filiale dans l'Union européenne ou *a minima* de renforcer les effectifs de leurs filiales existantes afin de sécuriser leur accès au marché européen, conduisant vraisemblablement à **d'importants transferts d'activités et d'emplois, au détriment de Londres.**

Or, il s'agit souvent d'**activités à forte valeur ajoutée** susceptibles d'exercer des effets d'entraînement importants sur l'économie locale, notamment par le recours à des services professionnels (services juridiques, comptabilité, etc.) et des services à la personne. Comme le relève le Conseil d'analyse économique, « *un emploi hautement qualifié supplémentaire entraînerait en moyenne la création de 2,5 emplois locaux* »<sup>2</sup>.

Si les estimations produites sont à considérer avec une grande précaution, les études publiées jusqu'à présent suggèrent que **le volume**

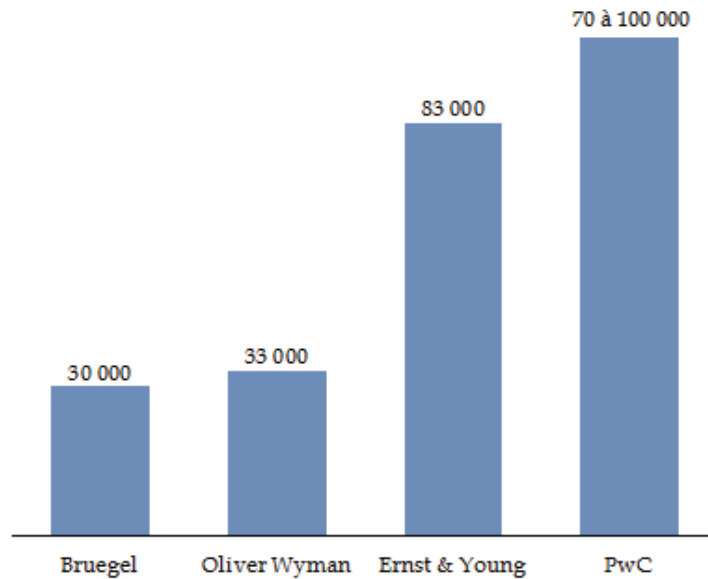
<sup>1</sup> Voir notamment les propos tenus le 8 février 2017 par Mme Odile Renaud-Basso, directrice générale du Trésor, et Mme Marie-Anne Barbat Layani, directrice générale de la Fédération bancaire française, lors de l'audition relative à la compétitivité des places financières organisée par la commission des finances du Sénat.

<sup>2</sup> Conseil d'analyse économique, « L'attractivité de la France pour les centres de décision des entreprises », Les notes du conseil d'analyse économique, n° 30, avril 2016, p. 2.

d'emplois susceptibles d'être relocalisés à court-terme serait compris entre 30 000 et 100 000 dans le scénario d'un *Brexit* « dur ».

**Estimations du volume d'emplois relocalisés  
à court-terme en cas de *Brexit* « dur »**

(en ETP)



Source : commission des finances du Sénat

En termes d'activité, Olivier Wyman évalue la perte annuelle de revenus à **17 milliards d'euros** en cas de *Brexit* « dur »<sup>1</sup>.

**Au sein du seul secteur bancaire**, les déclarations récentes recueillies par Bloomberg auprès des principaux acteurs opérant depuis le Royaume-Uni laissent à penser que près de **13 000 emplois** sont susceptibles d'être relocalisés à brève échéance.

<sup>1</sup> Oliver Wyman, « Brexit Impact on the UK-based Financial Services Sector », précité, 2016.

**Estimations du volume d'emplois relocalisés dans le secteur bancaire  
à court-terme en cas de Brexit « dur »**

(en ETP)

	Emplois potentiellement relocalisés	Effectifs au Royaume-Uni
JP Morgan	4 000	16 000
Deutsche Bank	4 000	9 000
UBS	1 500	5 000
Goldman Sachs	1 000	6 000
HSBC	1 000	5 000
Morgan Stanley	1 000	6 000
Barclays	150	10 000
BNY Mellon	20	5 000
<b>Total</b>	<b>12 670</b>	<b>62 000</b>

Source : commission des finances du Sénat (d'après : Bloomberg, « The Brexit Banker Exodus Gains Momentum », 26 avril 2017)

S'agissant des **banques françaises**, trois établissements disposent d'une présence significative au Royaume-Uni<sup>1</sup>. Il s'agit de :

- **BNP Paribas**, avec plus de 6 600 emplois (dont environ 4 000 pour les activités de banque de financement et d'investissement et 200 pour la gestion d'actifs) ;
- **Société générale**, avec près de 3 400 emplois (dont environ 2 500 pour les seules activités de banque de financement et d'investissement) ;
- **Crédit agricole**, avec près de 900 emplois.

Comme l'illustrent les données ci-dessus, **la part des effectifs susceptibles d'être relocalisés varie toutefois sensiblement selon la situation de chaque acteur**. À titre d'exemple, les dirigeants européens de BNY Mellon ont indiqué que l'entreprise ne devrait relocaliser qu'une vingtaine d'emplois depuis le Royaume-Uni, dans la mesure où elle dispose déjà d'une filiale importante à Bruxelles depuis laquelle elle pourra continuer à fournir des services financiers à ses clients européens dans le cadre du « passeport »<sup>2</sup>.

**Mais les effets de la perte du « passeport européen » sont également susceptibles de différer sensiblement selon l'issue des négociations sur les services financiers.**

<sup>1</sup> D'après les données du reporting public et les informations publiées par les établissements.

<sup>2</sup> Bloomberg, « BNY Mellon Sees Tens Not Hundreds of Jobs Affected by Brexit », 5 mai 2017.

---

## B. LES EFFETS DE LA PERTE DU « PASSEPORT » DÉPENDRONT LARGEMENT DE L'ISSUE DES NÉGOCIATIONS MENÉES AVEC LE ROYAUME-UNI ET NOS PARTENAIRES EUROPÉENS

### 1. Si certains services financiers pourraient continuer d'être fournis depuis le Royaume-Uni après le *Brexit*, les régimes d'équivalence existants ne constituent pas une réelle alternative au « passeport »

Dans l'hypothèse d'une sortie « sèche », le Royaume-Uni se retrouverait dans la situation d'un pays tiers vis-à-vis de l'Union européenne. Les relations avec le Royaume-Uni seraient dès lors régies à titre principal par les règles de l'Organisation mondiale du commerce (OMC).

Certains services financiers pourraient néanmoins continuer d'être assurés dans l'Union européenne depuis le Royaume-Uni.

À cet égard, deux cas de figure doivent être distingués.

Premièrement, le droit européen permet dans tous les cas « l'exercice de certaines activités au sein du marché unique, y compris lorsque les entités sont originaires d'un pays tiers, en application du droit de l'OMC »<sup>1</sup>. À titre d'illustration, dans le secteur de l'assurance des entreprises, les activités dites « MAT » (maritime, aviation et transport) devraient continuer de pouvoir être réalisées depuis le Royaume-Uni dans le cadre des accords OMC<sup>2</sup>.

Deuxièmement, certains textes européens prévoient des « régimes d'équivalence » permettant aux pays tiers dont le droit applicable est considéré comme équivalent par la Commission européenne de proposer librement leurs services dans l'Union européenne, sous la seule supervision de leur régulateur local.

Pour l'entreprise, une décision d'équivalence confère donc des droits proches du « passeport européen », dans la mesure où elle lui permet de « proposer ses services dans l'Union sans avoir à appliquer le droit de l'Union ni à solliciter un agrément ou être soumis à la supervision de l'autorité compétente de l'État européen dans lequel elle est établie ou propose d'offrir ses services »<sup>3</sup>.

Si chaque régime d'équivalence possède ses spécificités, l'appréciation portée par la Commission européenne est fondée sur le

---

<sup>1</sup> Réponse au questionnaire adressé à la direction générale du Trésor

<sup>2</sup> Paris Europlace, « Brexit : Synthèse des travaux pour la filière Assurance et Réassurance », février 2017, p. 5.

<sup>3</sup> Autorité des marchés financiers (AMF), « Quelle équivalence pour les infrastructures de post-marché », 2 mai 2017, p. 2.

**concept général d'une « équivalence de résultats »,** qui suppose la réunion de trois conditions<sup>1</sup> :

- les exigences fixées par le droit du pays tiers sont comparables et juridiquement contraignantes ;

- leur respect est soumis à une surveillance effective de la part des autorités nationales ;

- elles permettent d'atteindre le même résultat que les exigences fixées par le droit de l'Union européenne.

**Les évaluations sont menées par la Commission européenne,** parfois sur la base d'un avis technique des autorités européennes de supervision. La décision d'équivalence prend le plus souvent la forme d'un **acte d'exécution,** qui ne peut être adopté qu'après avoir été confirmé par les représentants des États membres dans le cadre des procédures de « comitologie ». Il peut être précisé dans la décision que l'équivalence accordée est **limitée dans le temps ou ne vaut que pour certains services, produits et entités.** L'équivalence peut également être accordée **sous réserve du respect de certaines conditions spécifiques** par le pays tiers. Ainsi, l'équivalence accordée aux chambres de compensation américaines est subordonnée au respect par ces dernières, sur une base volontaire, des conditions fixées dans la décision<sup>2</sup>.

À ce jour, **212 décisions d'équivalence** ont été prises par la Commission européenne. Parmi les 32 États tiers ayant fait l'objet d'une décision d'équivalence favorable, le Japon arrive en tête avec 17 décisions favorables, suivi des États-Unis et du Canada, avec 16 décisions positives<sup>3</sup>.

**Même en l'absence d'accord, les acteurs britanniques pourraient donc bénéficier de droits proches du « passeport européen » sur les segments de marché pour lesquels il existe un régime d'équivalence** – et ce d'autant que la législation britannique sera par définition équivalente à celle de l'Union européenne à la date de la sortie.

**Toutefois, le système d'équivalence actuel ne constitue pas une alternative crédible au « passeport » pour les acteurs britanniques.**

En effet, de nombreux textes européens relatifs aux services financiers ne prévoient à l'heure actuelle **aucun régime d'équivalence.**

---

<sup>1</sup> Commission européenne, « EU equivalence decisions in financial services policy : an assessment », document de travail, 22 février 2017, p. 7.

<sup>2</sup> Ibid., p. 8.

<sup>3</sup> Ibid., p. 10.

### Tour d'horizon des principaux régimes d'équivalence existants

Principaux acteurs	Législation	Champ couvert	Existence d'un régime d'équivalence comportant des droits proches du passeport
Banques	CRD IV / CRR	Activités de crédit	Non
	MiFID / MiFIR	Services d'investissement	Oui, pour servir les clients professionnels
Assureurs et réassureurs	Solvabilité II	Assurance et réassurance	Uniquement pour la réassurance
Gestionnaires d'actifs	Ucits	Fonds pour les particuliers	Non
	AIFM	Fonds alternatifs réservés aux professionnels	Oui
Infrastructures de marché	Emir	Chambres de compensation	Oui

Source : commission des finances du Sénat (d'après : Parlement européen, « Third-country equivalence in EU banking legislation », 7 mars 2017)

En particulier, **il n'existe aucun régime d'équivalence pour les activités de crédit et d'assurance.**

En outre, **le système européen d'équivalence actuel ne semble pas de nature à offrir aux acteurs britanniques une prévisibilité suffisante** pour leur permettre de différer les relocalisations, dans la mesure où :

- les **modalités** de délivrance et de retrait de l'équivalence laissent une grande marge de manœuvre à la Commission européenne ;

- les **délais** nécessaires pour obtenir l'équivalence peuvent être particulièrement longs, comme l'illustre la décision relative aux chambres de compensation américaines, rendue par la Commission européenne après une phase d'évaluation de quatre ans<sup>1</sup> ;

- des **débats nourris** sont actuellement en cours sur l'opportunité de durcir les régimes d'équivalence existants, tant au niveau des institutions européennes<sup>2</sup> que des États membres<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Parlement européen, « Third-country equivalence in EU banking legislation », 7 mars 2017, p. 4.

<sup>2</sup> Voir par exemple : L'Agefi Quotidien, « Bruxelles brandit l'arme de l'équivalence », 1<sup>er</sup> mars 2017 ; L'Agefi Quotidien, « Le Parlement souligne les failles du régime d'équivalence », 17 janvier 2017.

<sup>3</sup> Voir par exemple les propos tenus le 8 février 2017 par Mme Odile Renaud-Basso, directrice générale du Trésor, lors de l'audition relative à la compétitivité des places financières organisée par la commission des finances du Sénat.



## 2. La City et les autorités britanniques demandent la mise en place d'un régime « avancé » d'équivalence et d'un accord général de transition

Dans ce contexte, la City et les autorités britanniques évoquent désormais la mise en place d'un régime « avancé » d'équivalence couvrant l'ensemble du secteur financier et d'un accord général permettant d'assurer la transition<sup>1</sup>, comme tendent à le confirmer les auditions menées par votre commission des finances<sup>2</sup> et les récentes déclarations de Mark Carney, Gouverneur de la Banque d'Angleterre<sup>3</sup>.

Les caractéristiques de ce régime *sui generis* **garantiraient aux acteurs une prévisibilité suffisante**, par exemple en encadrant strictement les conditions dans lesquelles une décision d'équivalence pourrait être retirée et en prévoyant l'intervention d'une autorité indépendante de résolution des différends<sup>4</sup>.

### Un accord de transition pour les services financiers ne s'impose pas

Plusieurs acteurs britanniques, dont le Gouverneur de la *Bank of England*, Mark Carney<sup>5</sup>, ont mentionné de **potentielles conséquences du Brexit pour les conditions de financement des entreprises européennes**.

Toutefois, **votre rapporteur général estime que ces risques sont limités**. Cette possibilité s'apparente davantage à une tentative d'influencer les négociations, dès lors que certains services financiers pourront continuer d'être assurés depuis le Royaume-Uni et que, pour d'autres, une offre de substitution existe déjà au sein de l'Union européenne.

De fait, il ressort des auditions que **la grande majorité des acteurs estime que la conclusion d'un accord de transition couvrant l'ensemble des services financiers ne s'impose pas**.

**Il peut être noté que le Royaume-Uni disposera de moyens de pression non négligeables dans la négociation, les conditions d'accès des acteurs européens au marché britannique n'étant nullement garanties.**

<sup>1</sup> Voir par exemple : Jean-Christophe Catalon, « Brexit : la City demande cinq ans pour se retourner », *La Tribune*, 9 décembre 2016.

<sup>2</sup> Voir notamment les propos tenus le 8 février 2017 par Mme Marie-Anne Barbat Layani, directrice générale de la Fédération bancaire française, lors de l'audition relative à la compétitivité des places financières organisée par la commission des finances du Sénat.

<sup>3</sup> Ben Wright, « Super equivalence needs new international regulator, says City », *The Telegraph*, 4 mars 2017.

<sup>4</sup> *Chambre des communes*, Treasury Committee, « Oral evidence : Bank of England Financial Stability Reports, HC 549 », 11 janvier 2017, pp. 8-9.

<sup>5</sup> « Brexit no longer the biggest risk to UK's financial stability, says Carney », *Financial Times*, 11 janvier 2017.

---

**Le secteur de l'assurance apparaît à cet égard le plus vulnérable,** dans la mesure où le montant des primes susceptibles d'être relocalisées vers l'Union européenne (4 à 5 milliards d'euros) serait inférieur au montant des primes qui pourraient être relocalisées au Royaume-Uni (7 milliards d'euros)<sup>1</sup>. Autrement dit, les acteurs européens de l'assurance ont davantage à perdre avec le *Brexit* que leurs homologues britanniques.

**S'agissant du secteur bancaire, la Banque d'Angleterre a ouvertement évoqué la possibilité de durcir les conditions d'exercice des établissements étrangers, en exigeant la mise en place de filiales<sup>2</sup>.** Or, la conversion des succursales des banques européennes en filiales pourrait se traduire par une hausse des exigences de fonds propres comprise entre 30 et 40 milliards d'euros, d'après une récente étude du *Boston Consulting Group* (BCG)<sup>3</sup>. Il s'agit néanmoins d'une **menace « à double tranchant »** qui pourrait avoir pour effet d'accélérer le mouvement de relocalisation vers l'Union européenne<sup>4</sup>.

Si les États membres ont affirmé à juste titre qu'il est nécessaire de s'accorder au préalable sur les conditions du « divorce » avant d'ouvrir les discussions sur la future relation avec le Royaume-Uni, il apparaît nécessaire d'examiner dès à présent les **réponses susceptibles d'être apportées** aux demandes britanniques et de **tracer les « lignes rouges »** susceptibles de constituer l'armature de la position française lors des négociations.

---

<sup>1</sup> Paris Europlace, « Brexit : Synthèse des travaux pour la filière Assurance et Réassurance », février 2017, p. 3. Le potentiel de relocalisation porte essentiellement sur le segment de l'assurance des entreprises, hors activités dites « MAT » (maritime, aviation et transport).

<sup>2</sup> Reuters, « Banquiers : Plutôt quitter Londres que de se convertir en filiale », 9 mai 2017.

<sup>3</sup> Les Échos, « Des banques européennes menacent de quitter la City face à la pression du régulateur britannique », 10 mai 2017.

<sup>4</sup> *Financial Times*, « European banks face €30bn-€40bn capital bill after Brexit », 15 juillet 2016.

## II. LA POSITION FRANÇAISE DEVRAIT ÊTRE GUIDÉE PAR LA NÉCESSITÉ DE PROTÉGER LA STABILITÉ FINANCIÈRE ET DE GARANTIR UNE CONCURRENCE ÉQUITABLE EN EUROPE

### A. IL NE SAURAIT ÊTRE ADMIS QUE DES INFRASTRUCTURES CRUCIALES POUR LE BON FONCTIONNEMENT DES MARCHÉS EUROPÉENS SOIENT SOUMISES À UN RÉGIME JURIDIQUE ET À UNE SUPERVISION DISTINCTS DE CEUX DE L'UNION EUROPÉENNE

#### 1. Préserver la stabilité financière européenne impose de localiser les chambres de compensation systémiques dans l'Union européenne ou d'organiser leur supervision extraterritoriale

Parmi les principales activités financières exercées depuis Londres pour le compte de clients européens, **le déséquilibre est particulièrement notable pour les infrastructures de marché**. Selon les données de l'étude du cabinet Oliver Wyman<sup>1</sup>, alors qu'environ un quart des revenus annuels du secteur financier britannique pour les métiers de banque ou de gestion d'actifs proviennent d'une activité en lien avec l'Union européenne, cette proportion atteint presque la moitié pour les infrastructures de marché. Tel est plus particulièrement le cas des **activités de compensation**, dès lors que « *la logique économique de la compensation favorise les économies d'échelle et l'apparition de monopoles locaux* »<sup>2</sup>. **De fait, les trois quarts de la compensation des dérivés de taux d'intérêt en euros sont effectués à la City.**

Depuis la crise de 2007-2008 et les mesures internationales obligeant notamment la compensation centrale des dérivés de gré-à-gré standardisés, **les chambres de compensation constituent un acteur incontournable du système financier mondial**. En s'intercalant entre l'acheteur et le vendeur, elles assurent à la fois une réduction du risque systémique et un usage plus efficace du collatéral. Qualifiant les chambres de compensation d'acteurs « *supersystémiques* », Benoît Cœuré précise que « *l'essor de la compensation centrale s'est inévitablement accompagné d'un accroissement de la concentration des risques au niveau des chambres centrales de compensation* »<sup>3</sup>.

Au sein de l'Union européenne, dix-sept chambres de compensation sont autorisées, dont quatre au Royaume-Uni, et supervisées par les autorités nationales. Le règlement Emir<sup>4</sup> prévoit un régime d'équivalence pour les chambres de compensation : **la Commission européenne reconnaît ainsi**

<sup>1</sup> Oliver Wyman, « Brexit Impact on the UK-based Financial Services Sector », octobre 2016.

<sup>2</sup> Benoît Cœuré, « Compensation centrale : en exploiter les avantages, en maîtriser les risques, Banque de France », *Revue de la stabilité financière* n° 21, avril 2017.

<sup>3</sup> Ibid.

<sup>4</sup> Règlement (UE) n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux.

---

**seize juridictions comme équivalentes, représentant vingt-neuf chambres de compensation**<sup>1</sup>. La sortie du Royaume-Uni pose à ce titre une difficulté majeure, dans la mesure où la chambre de compensation *LCH Clearnet* représente à elle seule 80 % de la compensation mondiale des dérivés de taux d'intérêts. Hors de l'Union européenne, **le Royaume-Uni ne sera plus contraint de respecter les règles posées par Emir, ce qui signifie notamment que les compensations de dérivés n'auront plus à être transmises à l'autorité européenne des marchés financiers (Esma)**. Ainsi que le relève l'AMF, « *ce régime n'est pas adapté aux infrastructures qui proposent leurs services prioritairement dans l'Union européenne. Au contraire, la présence d'infrastructures d'importance critique compensant des produits libellés en euro en dehors de l'Union européenne fait peser un risque pour la stabilité financière de l'Union européenne* »<sup>2</sup>.

Ce risque s'explique par **une situation d'aléa moral**, dans la mesure où :

- d'une part, les chambres de compensation des pays tiers bénéficiant d'une décision d'équivalence demeurent supervisées par les autorités nationales de leur pays d'implantation, dont **le mandat n'est pas de garantir la stabilité financière de l'Union européenne** ;

- d'autre part, leurs activités libellées en euro engagent *de facto* la Banque centrale européenne en tant que **prêteur en dernier ressort**.

Cette difficulté avait d'ailleurs conduit la Banque centrale européenne à publier un cadre de surveillance en 2011 fixant une **exigence de localisation en zone euro applicable aux contreparties centrales présentant une exposition journalière de plus de cinq milliards d'euros** dans l'une des principales catégories de produits libellés en euro. La Cour de justice de l'Union européenne (CJUE) avait finalement annulé cette décision en mars 2015<sup>3</sup>, jugeant que le traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE) ne conférait pas à l'institution monétaire le pouvoir d'imposer des conditions de localisation pour des acteurs financiers ne faisant pas partie du système monétaire. À la suite de ce jugement, la Banque centrale européenne et la *Bank of England* ont étendu leur accord de fourniture de liquidité, afin de garantir la fourniture de liquidité par la Banque centrale européenne en cas de contrainte de liquidité en euro sur les activités de compensation effectuées à Londres.

Toutefois, ces accords **n'apportent pas réellement de réponse à la situation d'aléa moral** née de l'absence de supervision directe par l'Union européenne des activités de compensation libellées en euro.

---

<sup>1</sup> Voir « List of third-country central counterparties recognised to offer services and activities in the Union », *Esma*, 29 mai 2017.

<sup>2</sup> « *Revue d'Emir, quelles priorités pour l'AMF ?* », AMF, 23 novembre 2016.

<sup>3</sup> *Royaume-Uni de Grande-Bretagne et d'Irlande du Nord contre Banque centrale européenne (BCE)*, Tribunal (4<sup>e</sup> chambre), 4 mars 2015.

Dans ces conditions, le 4 mai dernier, la Commission européenne a présenté une communication relative aux infrastructures de marché d'importance systémique<sup>1</sup>. Annonçant une **proposition législative pour le mois de juin**, la Commission relève que « *des dispositions précises basées sur des critères objectifs sont nécessaires pour s'assurer que les contreparties centrales, qui jouent un rôle systémique important pour les marchés financiers européens, soient couvertes par les protections prévues par le cadre juridique européen, comprenant en cas de nécessité un renforcement de la supervision au niveau européen et/ou des exigences de localisation* ».

Quelle que soit la solution qui emporte l'adhésion des États membres, **le débat devra en tout état de cause être tranché à brève échéance**. En effet, en l'absence de décision sur ce point, la majorité des acteurs rencontrés s'accordent sur le fait que **New York pourrait constituer le principal bénéficiaire des relocalisations dans ce secteur**, dans la mesure où la législation américaine relative aux chambres de compensation est déjà considérée comme équivalente par la Commission européenne.

## **2. Si la solution de la localisation apparaît la plus satisfaisante sur le plan de la stabilité financière, son opportunité doit faire l'objet d'une étude approfondie**

Du point de vue de la stabilité financière, votre rapporteur général considère qu'**introduire une exigence de localisation serait préférable à la mise en place d'une supervision extraterritoriale**. En effet, il existe un risque, en cas de crise exigeant des décisions rapides et lourdes de conséquences, qu'une supervision extraterritoriale des infrastructures systémiques ne puisse garantir que la stabilité financière de l'Union européenne soit pleinement prise en compte.

**L'opportunité d'une telle décision ne saurait néanmoins être appréhendée sous le seul angle de la stabilité financière – et mérite en tout état de cause une étude approfondie.**

En effet, la décision de l'Union européenne d'imposer la localisation sur son territoire et sous l'autorité de la CJUE des activités de compensation en euro présentant des volumes propres à faire peser un risque de stabilité pourrait entraîner des **mesures de rétorsions de la part de nos partenaires** – et ce d'autant que les États-Unis ont accepté le modèle de la supervision extraterritoriale pour la compensation des positions libellées en *dollar*.

**En outre, ces activités s'insèrent dans un écosystème financier complexe et reposant sur des économies d'échelle qu'il apparaît difficile de dupliquer à très court terme.**

---

<sup>1</sup> « *Responding to challenges for critical financial market infrastructures and further developing the Capital Markets Union* », COM (2017) 225 final, Commission européenne, 4 mai 2017.

Surtout, la fragmentation excessive de cette activité, en fragilisant la compensation interne des positions libellées dans différentes monnaies, **pourrait se traduire par une hausse substantielle des appels de marge auprès des entreprises**. Selon certaines banques, il pourrait s'ensuivre une augmentation des appels de marge de 25 % à 40 %. Xavier Rolet, président-directeur général du *London Stock Exchange*, chiffre le surcoût annuel à vingt milliards d'euros<sup>1</sup>.

**Aussi, quand bien même l'option de la localisation apparaît plus satisfaisante en première analyse, une étude approfondie des bénéfices et des risques associés à cette solution doit être menée.**

**Recommandation n° 1 :** étudier l'opportunité d'introduire une obligation de localiser au sein de l'Union européenne les infrastructures d'importance systémique dont les activités sont libellées en euro, afin de préserver la stabilité financière.

## **B. LES CONDITIONS D'UNE CONCURRENCE ÉQUITABLE EN EUROPE DOIVENT ÊTRE PRÉSERVÉES**

### **1. Le Brexit révèle la fragilité des régimes d'équivalence existants par le risque de divergence réglementaire qu'il induit**

Au-delà des infrastructures d'importance critique pour l'Union européenne, qui ne sauraient faire l'objet d'une décision d'équivalence, **la question d'une refonte des régimes d'équivalence existants doit également être posée.**

Plusieurs rapports émanant à la fois des institutions européennes<sup>2</sup> et des autorités françaises<sup>3</sup> ont récemment mis en évidence les **faiblesses de la législation actuelle.**

**La première difficulté tient au manque d'encadrement des conditions dans lesquelles l'équivalence peut être délivrée.**

En effet, les textes européens ne désignent généralement pas expressément les **dispositions considérées comme substantielles pour l'appréciation de l'équivalence** et laissent de ce fait une grande marge d'appréciation à la Commission européenne.

<sup>1</sup> « Dissensions en Europe sur les chambres de compensation », *Les Échos*, 23 mai 2017.

<sup>2</sup> Commission européenne, « EU equivalence decisions in financial services policy : an assessment », document de travail, 22 février 2017.

<sup>3</sup> S'agissant du dispositif d'équivalence applicable aux infrastructures de post-marché, voir la position de l'AMF la revue du règlement Emir : AMF, « Quelle équivalence pour les infrastructures de post-marché », précité.

Cette difficulté est renforcée par le fait que la Commission européenne est le plus souvent **dispensée de solliciter l'avis technique** des autorités de supervision européennes et des autorités nationales.

En outre, les régimes d'équivalences ne sont **pas systématiquement assortis d'une condition de réciprocité** garantissant aux acteurs européens un niveau d'accès équivalent aux marchés des pays tiers.

**La seconde difficulté tient au caractère lacunaire des modalités de suivi de l'équivalence.**

Comme le relève l'AMF, les textes européens « *ne comportent que peu de dispositions relatives aux modifications intervenant suite à la décision d'équivalence* »<sup>1</sup>, qu'il s'agisse d'un changement du droit européen, de la législation du pays tiers ou de la qualité de la supervision. **Le retrait de l'équivalence apparaît ainsi d'autant moins crédible qu'il n'existe pas de mécanisme de suivi régulier.**

Dans la mesure où ils ne permettent pas de répondre efficacement à l'apparition d'une divergence de la réglementation ou de la supervision une fois l'équivalence accordée, les régimes d'équivalence actuels sont donc susceptibles de **conduire à des distorsions de concurrence au détriment des acteurs européens et à des atteintes à la stabilité financière de l'Union.**

**Or, le Brexit est susceptible de démultiplier ces risques**, eu égard à l'importance de la place de Londres pour le financement de l'économie européenne et le bon fonctionnement de ses marchés. Aussi, votre rapporteur général partage pleinement l'avis de l'AMF, qui considère que le travail de revue du règlement Emir sur les produits dérivés négociés de gré à gré engagé par la Commission européenne « *doit être l'occasion de repenser l'ensemble du dispositif d'équivalence* »<sup>2</sup>.

Concrètement, cette refonte pourrait reposer sur les **trois principes** suivants :

- **identifier dans les textes européens les dispositions considérées comme substantielles** pour l'appréciation de l'équivalence et dont le respect ne pourrait faire l'objet d'une négociation ;

- **exiger systématiquement une réciprocité** dans les conditions d'accès aux marchés des pays tiers ;

- **prévoir un mécanisme de réexamen régulier des décisions d'équivalence** par les autorités européennes, dont la périodicité serait proportionnée à l'importance des activités concernées pour la stabilité financière de l'Union.

<sup>1</sup> AMF, « *Quelle équivalence pour les infrastructures de post-marché* », précité, p. 10.

<sup>2</sup> AMF, « *Quelle équivalence pour les infrastructures de post-marché* », précité, p. 15.

**Recommandation n° 2 :** rendre plus exigeants les régimes d'équivalence existants afin de maîtriser les risques de divergence réglementaire.

## 2. Le risque de contournement de la perte du passeport par la mise en place d'entités « boîte aux lettres » demeure insuffisamment pris en compte

Un risque spécifique existe pour le secteur de la gestion d'actifs, relevant de l'agrément des autorités nationales. Les régimes de délégation entre sociétés de gestion pourraient permettre de contourner la perte du « passeport européen » ou l'attente de la décision d'équivalence de la Commission européenne. La situation diffère selon les activités de gestion d'actifs : la directive AIFM<sup>1</sup> prévoit un régime d'équivalence avec les pays tiers, ce qui n'est pas le cas de la directive Ucits<sup>2</sup>.

Aucune alternative juridique à la relocalisation dans l'Union européenne n'est donc ouverte aux fonds pour les particuliers actuellement établis à Londres. Pour autant, la directive Ucits ne définit pas les conditions de délégation entre sociétés de gestion, de sorte que la substance des sociétés établies au sein de l'Union européenne exerçant pour le compte de sociétés demeurant à Londres n'est pas garantie. L'article 13 de la directive Ucits se contente de préciser que « la société de gestion ne délègue pas ses fonctions dans une mesure telle qu'elle deviendrait une société boîte aux lettres ».

Trois caractéristiques du secteur accentuent la portée de ce risque de contournement :

- premièrement, la prépondérance du Royaume-Uni dans la gestion d'actifs au niveau européen, qui représente 40 % des actifs européens sous gestion ;

- deuxièmement, l'augmentation significative de l'utilisation de la directive Ucits pour la gestion transfrontalière ces dernières années. Ces fonds sont principalement enregistrés au Luxembourg et en Irlande, mais leur gestion est le plus souvent assurée par délégation depuis un autre pays<sup>3</sup>. À l'occasion des entretiens à Hong-Kong, des professionnels de la gestion d'actifs ont indiqué à votre rapporteur général pouvoir exercer leur activité

<sup>1</sup> Directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010.

<sup>2</sup> Directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM).

<sup>3</sup> « Brexit and the asset management industry », Karel Lannoo, ECMI Policy Brief n° 23, février 2017.



au sein de l'Union européenne avec moins de 10 % de leurs effectifs sur place ;

- troisièmement, **la faible concentration de la gestion d'actifs britannique**<sup>1</sup>, dès lors que de petites entités pourraient éprouver des difficultés à opérer un transfert important vers l'Europe continentale.

Les échanges de votre rapporteur général avec les professionnels du secteur financier ainsi que son déplacement à Dublin ont attesté que cette crainte du risque de contournement était partagée. **Ce contournement existe d'ailleurs déjà pour des pays tiers** et pourrait s'amplifier avec la sortie du Royaume-Uni. Certaines autorités nationales pourraient accepter de délivrer des agréments à des sociétés de gestion dont l'essentiel de l'activité serait en réalité exercé au Royaume-Uni. Compte tenu du poids du Royaume-Uni dans la gestion d'actifs européens, **cette course à l'arbitrage réglementaire soulèverait des risques pour la stabilité financière de l'Union européenne.**

Or, **le cadre juridique actuel ne permet pas de prendre en compte cette utilisation dévoyée.** Aussi un renforcement du cadre applicable en matière de délégation est-il indispensable : **le Brexit doit conduire à mieux appréhender l'utilisation abusive de la délégation.**

Trois mesures permettraient de définir les garde-fous nécessaires :

- **à court terme, il conviendrait d'harmoniser l'interprétation de la notion de substance minimale des activités exercées localement** devant être exigée par les autorités nationales délivrant les agréments. L'Esma a ainsi publié une « *opinion* »<sup>2</sup> le 31 mai dernier<sup>3</sup> pour établir une supervision convergente des autorités nationales dans le contexte des relocalisations futures d'activités du Royaume-Uni vers l'Europe continentale. Soulignant le risque d'entités « boîte aux lettres », l'Esma définit neuf principes visant à assurer la présence d'une substance minimale des entités agréées par l'un des États membres. Le sixième principe affirme ainsi que les autorités nationales doivent vérifier que les conditions de substance sont réunies, précisant notamment que certaines fonctions centrales doivent être effectuées sur le territoire européen<sup>4</sup> ;

- **à moyen terme, une révision de la directive Ucits pourrait**

<sup>1</sup> Les dix sociétés de gestion les plus importantes représentent 55 % du total d'actifs sous gestion au Royaume-Uni. En 2016, quelque 1 840 sociétés de gestion d'actifs étaient agréées par la FCA.

<sup>2</sup> En vertu de l'article 29, paragraphe 1, du règlement du 24 novembre 2010 sur l'Esma, l'Autorité peut adopter des orientations visant à établir des pratiques de surveillance cohérentes et d'assurer une application commune, uniforme et cohérente de la législation européenne. Ces textes sont sans portée contraignante en droit, mais les autorités nationales doivent mettre « tout en œuvre pour [les] respecter » et indiquer si elles entendent ou non les respecter.

<sup>3</sup> « General principles to support supervisory convergence in the context of the UK withdrawing from the European Union », Esma, 31 mai 2017.

<sup>4</sup> Le considérant 36 énumère les « activités et fonctions devant faire l'objet d'une surveillance spécifique » et ne pouvant être déléguées sans remettre en cause la supervision effective : fonctions de contrôle interne, évaluation du risque, conformité, fonctions clefs de responsabilité.

**conduire à aligner les dispositions concernant la délégation sur la directive AIFM**, dont la section 3 régit les modalités de délégation du gestionnaire. En particulier, l'article 20 prévoit explicitement que la Commission adopte par voie d'actes délégués « *les conditions dans lesquelles il est considéré que le gestionnaire a délégué ses fonctions au point de devenir une société boîte aux lettres et de ne plus pouvoir être considéré comme le gestionnaire du [fonds]* » ;

- toujours à **moyen terme, une modification de la gouvernance de l'Esma, afin de renforcer sa capacité à harmoniser les pratiques de supervision par les autorités nationales, pourrait être engagée**. Actuellement, parmi le conseil des autorités de surveillance, seuls les représentants des autorités nationales prennent part au vote de l'ensemble des décisions, recommandations et avis<sup>1</sup>. Ce risque est d'ailleurs identifié par la Commission européenne<sup>2</sup>, qui a récemment appelé à « *renforcer l'effectivité de la prise de décision des agences européennes de supervision afin de permettre des décisions plus rapides et une dimension européenne plus forte de la supervision* »<sup>3</sup>. Les modalités de prise de décision pourraient être corrigées pour la décorrélérer en partie des autorités nationales.

**Recommandation n° 3** : préciser les critères de substance devant être exigés par les autorités nationales en cas de délégation de gestion au bénéfice d'un pays tiers et renforcer la gouvernance et les pouvoirs de l'autorité européenne des marchés financiers, afin de prévenir l'installation d'entités « boîte aux lettres » au sein de l'Union européenne.

### **3. Les pouvoirs de l'ensemble des autorités de supervision doivent être renforcés et l'autorité bancaire européenne relocalisée à Paris**

Plus largement, la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne constitue un **défi** pour l'ensemble du système européen de supervision en matière financière.

Dans cette perspective, **la Commission européenne a engagé une réflexion sur l'évolution de la supervision européenne**, publiant une consultation<sup>4</sup> le 21 mars dernier. Elle s'inscrit dans un **double contexte** :

- le *Brexit* d'une part, compte tenu de la nécessité de transférer l'autorité bancaire européenne vers l'Europe continentale et de la forte

<sup>1</sup> Article 44 du règlement n° 1093 du 24 novembre 2010.

<sup>2</sup> Voir la consultation publique de la Commission européenne sur les opérations des autorités européennes de supervision, 21 mars 2017.

<sup>3</sup> Consultation publique de la Commission européenne sur les opérations des autorités européennes de supervision, page 19, 21 mars 2017.

<sup>4</sup> Consultation publique de la Commission européenne sur les opérations des autorités européennes de supervision, 21 mars 2017.

influence des professionnels britanniques parmi les autorités européennes de supervision ;

- la prise en compte de l'Union bancaire et la volonté d'établir l'Union des marchés de capitaux, d'autre part.

Le renforcement des autorités européennes de supervision pourrait **favoriser une meilleure convergence réglementaire** au sein de l'Union européenne à vingt-sept.

**Après avoir défini les standards techniques communs, les autorités européennes de supervision doivent être confortées pour davantage veiller à leur respect.** Valdis Dombrovskis, commissaire chargé des services financiers, indique ainsi : « nous voyons cela comme une raison de donner aux autorités européennes de supervision un rôle plus important pour gérer la concurrence réglementaire et surveiller les pratiques de supervision, de façon à ce que l'on n'ait pas l'impression que les États membres utilisent leur pouvoir comme un instrument de concurrence »<sup>1</sup>. De même, Jacques de Larosière, dont le rapport a préfiguré le cadre actuel de supervision<sup>2</sup>, a indiqué devant la commission des affaires économiques et monétaires du Parlement européen le 3 mai dernier que le *Brexit* constituait « l'occasion de revoir le fonctionnement [des autorités de supervision] » dans le sens d'un renforcement de leurs pouvoirs de sanction et de surveillance directe des établissements financiers.

**L'effectivité de ce renforcement dépendra néanmoins largement de la capacité des autorités à exercer leurs nouvelles attributions.**

Aussi un élargissement de leurs **ressources** par un recours accru aux contributions des institutions financières doit-il être soutenu. Il serait de surcroît conforme à l'établissement d'une supervision directe de nouveaux acteurs financiers<sup>3</sup>.

En outre, dans la mesure où les autorités européennes de supervision s'appuyaient en partie sur l'expertise britannique en matière financière, le *Brexit* rend nécessaire un **soutien renouvelé des États membres par la mise à disposition de professionnels**. C'est pourquoi votre rapporteur général estime que la France doit accompagner le nécessaire renouvellement des compétences humaines au sein de la supervision européenne.

**S'agissant de l'architecture de la supervision financière européenne, la Commission européenne envisage en revanche une évolution au profit d'un modèle « à deux têtes »** regroupant la supervision des banques et des assurances au sein d'une seule autorité. Ce faisant, l'autorité bancaire européenne serait déplacée vers Francfort, rejoignant

<sup>1</sup> « Supervision, se remettre à l'ouvrage », L'Agefi Hebdo du 13 au 19 avril 2017, page 9.

<sup>2</sup> Rapport du groupe de haut niveau sur la supervision financière dans l'Union européenne, 25 février 2009.

<sup>3</sup> L'Esma reçoit ainsi une contribution des agences de notation soumises à la supervision directe de l'autorité.

---

l'autorité européenne de supervision des assurances et des pensions professionnelles. Quoique le principe d'une réflexion sur l'architecture de la supervision microprudentielle au sein de l'Union européenne ne doive pas être écarté, **vo**tre rapporteur général ne partage pas les orientations de la Commission européenne pour deux raisons principales :

- **une raison de fond**, qui tient aux différences entre les textes prudentiels appliqués aux banques et aux assurances. En outre, les établissements de bancassurance – d'ailleurs peu répandus au travers de l'Union européenne – ne sont pas, en pratique, placés sous une supervision unique. Les grands établissements bancaires relèvent ainsi de l'Union bancaire, tandis que les activités d'assurances demeurent contrôlées au niveau national ;

- **une raison d'opportunité**, dès lors que seraient concentrées à Francfort deux fonctions distinctes : la régulation et la supervision, l'une relevant plutôt d'une approche politique, l'autre d'une stricte application indépendante des règles.

De surcroît, votre rapporteur général considère qu'**il est prématuré d'envisager une reconfiguration des autorités européennes de supervision**. À court terme, la priorité doit être accordée à la réduction des risques d'arbitrage réglementaire et à l'accompagnement des relocalisations entraînées par la perte du passeport financier britannique, à cadre constant. Tel est d'ailleurs le point de vue de l'Esma, exprimé par Robert Van Geffen, directeur des affaires publiques de l'autorité : *« nous recommandons une approche en deux temps en se concentrant d'abord sur la convergence de la supervision et le financement des agences et en regardant ensuite l'architecture institutionnelle et les pouvoirs des agences, une fois qu'il y aura plus de certitudes sur la relation future entre l'Union européenne et le Royaume-Uni »*<sup>1</sup>.

Dans l'immédiat, votre rapporteur général estime que **l'autorité bancaire européenne devrait être relocalisée à Paris et non à Francfort, compte tenu de la nécessaire coordination avec l'Esma**. En effet, les banques appliquent les textes relatifs aux services d'investissement et aux activités de marché.

Plusieurs professionnels du secteur ont indiqué à votre rapporteur général que, dans l'éventualité où une relocalisation rapide devait intervenir, ce qui semble être le souhait des institutions européennes<sup>2</sup>, une activité **temporairement exercée auprès de la Commission européenne à Bruxelles** pourrait également être décidée. En tout état de cause, cette possibilité ne devrait être envisagée que pour répondre au besoin de visibilité des acteurs financiers et ne constituerait qu'une **solution transitoire**.

Plus largement, si une refonte de l'architecture des autorités européennes de supervision devait intervenir pour l'adapter aux

---

<sup>1</sup> « Supervision, se remettre à l'ouvrage », L'Agefi Hebdo du 13 au 19 avril 2017, page 10.

<sup>2</sup> « Brussels sets rules for Brexit regulatory agencies fight », Financial Times, 22 mai 2017.

conséquences du *Brexit* et à la mise en œuvre de l'Union des marchés de capitaux, votre rapporteur général estime qu'un **rapprochement de l'Esma et de l'ABE serait le plus pertinent.**

**Recommandation n° 4 :** localiser à Paris l'autorité bancaire européenne, à proximité de l'autorité européenne des marchés financiers, afin de faciliter la nécessaire coordination de la réglementation des établissements bancaires, des services d'investissement et des activités de marché.

Version provisoire

Version provisoire

---

## TROISIÈME PARTIE

### TIRER PLEINEMENT PARTI DU BREXIT SUPPOSE DE POURSUIVRE LE RENFORCEMENT DE LA COMPÉTITIVITÉ DE LA PLACE DE PARIS

#### I. LES INITIATIVES ENGAGÉES DEPUIS LE BREXIT POUR PESER SUR LES CHOIX DE RELOCALISATION DES ACTEURS FINANCIERS NE SONT PAS À LA HAUTEUR DES AMBITIONS DE LA PLACE DE PARIS

##### A. LA STRATÉGIE DE VALORISATION DE LA PLACE DE PARIS AUPRÈS DES ACTEURS BRITANNIQUES APPARAÎT GLOBALEMENT EFFICACE

###### 1. La mobilisation conjointe de l'ensemble des pouvoirs publics et du secteur privé a été perçue positivement à l'international

À la suite des résultats du référendum britannique, les **pouvoirs publics ont initié une démarche de promotion de la place de Paris** auprès des acteurs financiers, illustrée notamment par la participation du Premier ministre Manuel Valls aux « rencontres financières » organisées par Paris Europlace en juillet 2016.

Les initiatives françaises se caractérisent par un **double dynamisme**, d'une part en raison de leur **précocité**, avant même que les signes d'une sortie « dure » du Royaume-Uni n'accréditent la perte du passeport européen, et d'autre part en raison de l'**ambitieuse communication** qui l'accompagne. Au moins **trois démarches distinctes** peuvent être recensées :

- **une démarche publique** : Christian Noyer, ancien Gouverneur de la Banque de France, a ainsi été investi par le Premier ministre dès l'été 2016 d'une mission de valorisation de la place de Paris auprès des acteurs financiers ;

- **une démarche du secteur privé** : l'association française de la gestion financière (AFG) a mandaté Jean-Louis Laurens, pour devenir « ambassadeur de la gestion d'actifs française à l'international », en vue de convaincre les acteurs internationaux d'accroître leur implantation à Paris ;

- surtout, **une démarche conjointe** s'est nouée autour de la région Île-de-France, la ville de Paris, la métropole du Grand Paris, Business France et Paris Europlace. Elle s'est notamment concrétisée par un déplacement de promotion à la City le 6 février 2017.

De fait, ainsi que le résume le *Financial Times*, « la campagne la plus agressive pour la relocalisation d'activités a été menée par Paris »<sup>1</sup>. Les autres places financières européennes ont fait un choix différent, soit en raison des

---

<sup>1</sup> *Financial Times*, 21 mars 2017.

relations économiques très proches les liant avec le Royaume-Uni, comme pour Amsterdam et Dublin, soit par stratégie, à l'instar de Francfort. Le Grand-Duché du Luxembourg, *via* l'agence de développement de la place financière « *Luxembourg for finance* », partenariat public-privé entre le gouvernement luxembourgeois et la fédération des professionnels du secteur, a néanmoins accentué ses efforts de valorisation, s'attachant les services d'une agence de communication britannique et multipliant les exercices de communication au plus haut niveau de l'État.

**Votre rapporteur général a pu constater que les initiatives françaises de valorisation de la place de Paris ont été positivement reçues, et ce d'autant plus qu'elles ont été accompagnées d'actions concrètes visant à faciliter les relocalisations des acteurs.**

## **2. La création d'un guichet unique et de procédures accélérées sont susceptibles de faciliter les relocalisations**

### *a) Un guichet unique pour une prise en charge globale des démarches de relocalisation*

À l'automne 2016, l'action conjointe des pouvoirs publics s'est concrétisée par la **mise en place d'un guichet unique**<sup>1</sup> regroupant les moyens de la région Île-de-France, *via* son organisme « Paris région entreprises », la ville de Paris, la métropole du Grand Paris, la Chambre de commerce et d'industrie Paris Île-de-France, et *Business France*.

Grâce à un interlocuteur dédié, ce guichet unique permet **une information précise en amont** de la décision de déménagement d'activités, par une présentation du cadre juridique et fiscal, puis à **une prise en charge globale et rapide de l'ensemble des démarches préalables à une installation** en France, y compris concernant les titres de séjour des salariés, la recherche d'emploi des conjoints et la scolarisation dans des écoles internationales. La région parisienne compte à ce titre vingt-quatre écoles internationales, contre trente-neuf pour Londres et seulement neuf pour Francfort<sup>2</sup>. Cependant, si le guichet unique permet de répondre à la complexité de l'offre éducative en langue étrangère, elle doit en parallèle être étoffée et mieux structurée. Une mission de l'inspection générale des finances<sup>3</sup> relevait en ce sens la faible lisibilité des dispositifs publics et privés d'écoles internationales en France, ainsi que la distinction entre enseignement en langue étrangère et inscription dans un cursus international, puisque « *seuls quatorze établissements privés en France proposent le baccalauréat international qui permet d'accéder aux plus prestigieuses universités anglo-saxonnes* ». Pour autant, l'inauguration du lycée international de

<sup>1</sup> « Choose Paris Region » - choisir la région parisienne.

<sup>2</sup> « Brexit, an opportunity for the Paris financial centre », *Paris Europlace*, novembre 2016.

<sup>3</sup> « Attractivité du territoire français pour les talents internationaux », *Inspection générale des finances*, avril 2016.



Noisy-le-Grand en 2016, dont les effectifs progresseront pour atteindre 1 200 élèves d'ici 2019, atteste de la volonté de renforcer les capacités d'accueil d'élèves internationaux.

La création du guichet unique participe d'un renforcement de l'attractivité française auprès des sociétés étrangères. Surtout, il répond aux difficultés administratives soulignées par l'inspection générale des finances en avril 2016<sup>1</sup>, s'agissant en particulier de « *la lenteur des démarches administratives, notamment d'obtention des titres de séjour* ».

#### *b) La mise en œuvre de procédures accélérées de délivrance d'agrément*

Une même logique a prévalu à l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), où les établissements bénéficient d'un interlocuteur référent anglophone et de contacts dédiés.

Surtout, **les deux régulateurs nationaux ont défini conjointement des procédures accélérées de délivrance d'agrément** pour les entreprises d'investissement. Depuis septembre 2016, l'ACPR et l'Autorité des marchés financiers (AMF) proposent une procédure accélérée et simplifiée pour la reprise d'activités déjà exercées en France en libre prestation de services, en se fondant notamment sur les documents en anglais immédiatement disponibles. De même, pour les sociétés de gestion et les *fintech*, dans le cadre du programme « Agility » de l'AMF, un avis de pré-autorisation, permettant d'initier les démarches de domiciliation, peut être obtenu sous deux semaines<sup>2</sup>.

### **B. LES RÉFORMES VISANT À RENFORCER LA COMPÉTITIVITÉ DE LA PLACE APPARAISSENT INSUFFISANTES ET PARTIELLEMENT CONTRADICTOIRES**

**Si ces actions doivent être saluées, elles ne sauraient néanmoins se substituer à la mise en œuvre d'un train de réformes plus structurelles** visant à répondre aux difficultés rencontrées par la place de Paris pour attirer les entreprises et les capitaux internationaux.

**Telle était bien l'ambition de la démarche française, comme en témoigne par exemple la volonté du Gouvernement d'analyser les améliorations possibles du cadre juridique français**, avec une mission concernant le droit du travail, confiée à l'inspection générale des finances (IGF), et une mission relative aux chambres commerciales internationales, conduite par Guy Canivet, président du Haut Comité Juridique de la Place

---

<sup>1</sup> « *Attractivité du territoire français pour les talents internationaux* », Inspection générale des finances, avril 2016.

<sup>2</sup> Le 2WeekTicket de l'AMF ouvre ainsi, sur présentation d'un agrément octroyé par la Financial Conduct Authority (FCA), le droit à un « avis de pré-autorisation » dans un délai de deux semaines, permettant d'engager rapidement les démarches de domiciliation, dans l'attente de l'obtention définitive de l'agrément dans les deux mois.

---

Financière de Paris, visant à créer des formations de jugements aptes à connaître du contentieux de droit des affaires présentant un élément d'extranéité. Il s'agit notamment d'attirer le contentieux financier à Paris en envisageant la création d'une chambre spécialisée au sein de la Cour d'Appel de Paris et de la Cour de cassation permettant de plaider en anglais et de juger en application du droit britannique.

**À ce stade, les réformes engagées ne semblent toutefois pas à la hauteur des ambitions affichées.**

### **1. La sécurisation bienvenue du financement du Charles-de-Gaulle-Express**

Avec plus de 65 millions de voyageurs annuels, l'aéroport de Paris-Charles-de-Gaulle se classe à la deuxième place des aéroports européens, derrière *Heathrow* à Londres, et constitue un atout indéniable. Toutefois, il n'offre pas encore une connexion multimodale adéquate pour rejoindre le centre-ville. Le classement *Cities of opportunity* 2016 du cabinet PwC place ainsi Paris en deuxième position derrière Londres parmi les trente villes en termes d'accessibilité et de capacités d'accueil, ce qui intègre également les hôtels et le nombre de touristes. S'agissant uniquement de l'accès au centre d'affaires depuis l'aéroport, Paris ne figure en revanche qu'à la douzième place.

Un signal fort a été donné fin 2016<sup>1</sup> avec **la sécurisation du financement du projet de liaison ferroviaire rapide et dédiée entre Paris et l'aéroport Paris-Charles-de-Gaulle**, aussi appelé CDG Express, indispensable pour l'attractivité de la place de Paris. Il s'agit d'un élan nouveau donné à un projet initié au début des années 2000, qui permettra d'ici 2023, une desserte quotidienne tous les quarts d'heure depuis la gare de l'Est en 20 minutes. La déclaration d'utilité publique modificative ayant été signée fin mars 2017 et le protocole d'accord entre les trois acteurs de la société de projet défini, les travaux devraient être engagés début 2018.

Ce projet majeur s'ajoute au **renforcement du réseau de transport public dans le cadre du Grand Paris Express**, constitué de 72 gares et de 200 kilomètres de lignes nouvelles, interconnectées au réseau existant, avec une mise en service échelonnée de 2019 à 2023 et après.

---

<sup>1</sup> Loi n° 2016-1918 du 29 décembre 2016 de finances rectificative pour 2016.

## 2. Une réforme du régime des impatriés qui ne permet pas d'apporter une réponse suffisante au différentiel de coût du travail entre la place de Paris et ses concurrents

Le régime des impatriés<sup>1</sup> est ouvert aux personnes détachées temporairement en France par une entreprise étrangère ou recrutées localement en France depuis l'étranger, à condition qu'elles n'aient pas été fiscalement résidentes en France durant les cinq années précédentes et qu'elles choisissent d'établir leur nouvelle résidence fiscale en France. Il entraîne une exonération d'impôt sur le revenu applicable à la fois sur les revenus d'activité et sur certains revenus patrimoniaux étrangers, jusqu'au 31 décembre de la cinquième année suivant la prise de fonction. Ainsi que le précise le rapport de l'IGF sur l'attractivité internationale de France<sup>2</sup>, **ces dispositions « sont plus favorables que les régimes applicables dans les principaux pays européens (...) ». Il est unanimement défendu par les personnes rencontrées** ». De fait, le gain moyen s'élève à 18 405 euros par foyer fiscal, pour près de 12 000 bénéficiaires.

Dans le cadre des initiatives de valorisation de la place de Paris, **un double renforcement du régime des impatriés a été opéré** par la loi de finances pour 2017<sup>3</sup> :

- d'une part, **sa durée d'application a été allongée de cinq à huit ans**<sup>4</sup> ;

- d'autre part, **son champ d'application a été étendu**, en prévoyant que les primes d'impatriation sont également exonérées de taxe sur les salaires. Cette disposition vise tout particulièrement le secteur financier.

Si ce renforcement accentue l'attractivité de la place de Paris, en particulier l'extension à la taxe sur les salaires, qui cible prioritairement le secteur financier, **il laisse subsister un écart de coût du travail très important avec nos concurrents**, comme cela a été précédemment évoqué.

## 3. Une baisse bienvenue du taux de l'impôt sur les sociétés, désormais inférieur au taux allemand, mais contrebalancée par le renoncement à supprimer complètement la C3S

**Au-delà des mesures modifiant le régime des impatriés, la loi de finances pour 2017<sup>5</sup> comportait également une diminution de l'impôt sur les sociétés, dont le taux devrait être abaissé à 28 % en 2020<sup>6</sup>.** Progressive,

---

<sup>1</sup> Art. 155 B du code général des impôts (CGI).

<sup>2</sup> Rapport précité, « Attractivité du territoire français pour les talents internationaux », Inspection générale des finances, avril 2016.

<sup>3</sup> Article 71 de la loi n°2016-1917 du 29 décembre 2016.

<sup>4</sup> Pour les personnes dont la prise de fonction en France intervient à compter du 6 juillet 2016.

<sup>5</sup> Article 11 de la loi n° 2016-1917 du 29 décembre 2016.

<sup>6</sup> Contre 33,1/3 % actuellement.

cette diminution sera surtout effective à compter de 2019, exercice à partir duquel le taux sera réduit à 28 % sans limites de bénéficiaires pour les entreprises réalisant un chiffre d'affaires inférieur à un milliard d'euros, et d'application complète en 2020. Il s'agit sans conteste d'un facteur d'accroissement de l'attractivité française, lui permettant, à taux constants ailleurs, de passer de la deuxième place des pays de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) ayant le taux le plus élevé, à la huitième, derrière l'Allemagne (30,18 %).

Pour autant, **cette mesure relève avant tout du signal**, dès lors que pour les grandes entreprises, aucune diminution de l'imposition sur les sociétés ne trouve à s'appliquer avant les exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2019.

À cet égard, le **renoncement du Gouvernement à supprimer complètement la contribution sociale de solidarité des sociétés (C3S)**, qui s'ajoute à l'impôt sur les sociétés, n'a pas contribué à renforcer la crédibilité des engagements pris en matière fiscale.

#### **4. Le durcissement malvenu de la taxe sur les transactions financières et du régime des actions gratuites**

Enfin, l'examen de la loi de finances pour 2017 a conduit à l'adoption par l'Assemblée nationale de dispositions nouvelles entrant en contradiction directe avec les efforts de valorisation de la place de Paris.

Deux sujets sont plus particulièrement en cause :

- d'une part, la **taxe sur les transactions financières** a été doublement renforcée, son taux ayant été augmenté de 0,2 % à 0,3 %, et son assiette étendue aux opérations intrajournalières<sup>1</sup> ;

- d'autre part, comme cela a été précédemment évoqué, les députés ont souhaité revenir sur les dispositions prévues par la loi dite « Macron » du 6 août 2015<sup>2</sup> concernant les **actions gratuites**. Adoptée à l'Assemblée nationale en première lecture contre l'avis du Gouvernement, cette mesure a *in fine* été en partie vidée de sa substance, sauf lorsque le gain d'acquisition excède 300 000 euros<sup>3</sup>.

**Ces initiatives, même si elles n'aboutissent qu'en partie, retiennent l'attention des investisseurs étrangers**, accentuant le sentiment d'une instabilité fiscale française et sapant les efforts conjoints déployés par ailleurs.

---

<sup>1</sup> Articles 25 et 62 de la loi n° 2016-1917 du 29 décembre 2016.

<sup>2</sup> Loi n° 2015-990 du 6 août 2015 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques.

<sup>3</sup> Article 61 de la loi n° 2016-1917 du 29 décembre 2016 de finances pour 2017.

## II. DE NOUVELLES RÉFORMES DEVRAIENT ÊTRE ENGAGÉES POUR PERMETTRE À LA PLACE DE PARIS DE TIRER PLEINEMENT PARTI DU BREXIT ET DE S'INTERNATIONALISER

Face à ce constat, les premières initiatives de valorisation de la place de Paris doivent désormais être relayées par un **train de réformes de plus grande ampleur visant à remédier aux faiblesses structurelles de la place de Paris.**

De l'avis partagé des experts rencontrés, la majorité des décisions de relocalisation s'effectuera au cours du premier trimestre 2018, ouvrant ainsi une **fenêtre d'opportunité** que votre rapporteur entend saisir en soumettant un ensemble de propositions permettant à la place de Paris de tirer pleinement parti du *Brexit*.

### A. RENFORCER LA COMPÉTITIVITÉ DU CADRE FISCAL

#### 1. Réduire l'écart de coût du travail pour les entreprises françaises du secteur financier

Pour la place de Paris, la **principale difficulté** tient au niveau des **prélèvements sur le travail payés par les entreprises du secteur financier** pour les salariés qualifiés.

Comme cela a précédemment été rappelé, pour un salaire annuel brut de 250 000 euros, l'écart de coût avec l'Allemagne, qui s'élève à 46 %, **est lié pour un tiers à l'existence de la taxe sur les salaires**, dont l'assiette correspond à celle des cotisations affectées au régime général de la sécurité sociale selon un barème progressif allant de 4,25 % à 20 %.

#### Barème de la taxe sur les salaires

Rémunération annuelle	Taux applicable
Inférieure ou égale à 7 721 euros	4,25 %
Supérieure à 7 721 euros et inférieure ou égale à 15 417 euros	8,50 %
Supérieure à 15 417 euros et inférieure ou égale à 152 279 euros	13,60 %
Supérieure à 152 279 euros	20 %

Source : commission des finances du Sénat (d'après le Bulletin officiel des finances publiques)

**En 2015, le rendement de cet impôt méconnu s'élevait à 12,9 milliards d'euros<sup>1</sup>.**

<sup>1</sup> D'après les données transmises par la direction de la législation fiscale.

---

**Hors secteur financier, les principaux contributeurs relèvent de la sphère sociale au sens large :** en 2013, les hôpitaux représentaient ainsi 25 % du rendement de la taxe sur les salaires, contre 15 % pour le secteur médico-social et 5 % pour le secteur associatif<sup>1</sup>. Comme le relevait déjà notre collègue Alain Lambert en 2001, **une fraction importante du produit de cet impôt « est ainsi acquitté au moyen de financements publics : (...) la puissance publique lève en quelque sorte un impôt sur elle-même »**<sup>2</sup>.

**La loi de de financement de la sécurité sociale pour 2013**, qui a intégré à l'assiette de cette taxe des éléments accessoires au salaire tels que l'intéressement et la participation et a créé un nouveau taux marginal de 20 % pour les rémunérations supérieures à 150 000 euros, **a augmenté son coût pour le secteur financier, qui atteint désormais 3,7 milliards d'euros**<sup>3</sup>, contre 2,5 milliards d'euros en 2010<sup>4</sup>.

**Or, la taxe sur les salaires constitue une spécificité française : elle ne connaît aucun équivalent en Europe, sauf au Danemark**<sup>5</sup>. À cet égard, même la comparaison avec le Danemark apparaît fragile, dans la mesure où il n'existe dans ce pays « *quasiment pas de cotisations sociales employeurs* » et qu'il « *ne possède pas de grande banque ou compagnie d'assurances internationale* » sur son territoire<sup>6</sup>.

**En outre, sa justification historique n'apparaît plus pertinente.** Comme le rappelle le Conseil des prélèvements obligatoires, si le secteur financier est resté assujéti à la taxe sur les salaires en 1968 lorsque la TVA a été généralisée, c'est principalement parce qu'il relevait à l'époque des activités « *essentiellement domestiques ou intégrées au secteur public* », ce qui n'est manifestement plus le cas aujourd'hui<sup>7</sup>.

---

<sup>1</sup> Conseil des prélèvements obligatoires (CPO), « Les prélèvements obligatoires et les entreprises du secteur financier », précité, p. 105.

<sup>2</sup> Rapport d'information n° 8 (2001-2002) de M. Alain Lambert, fait au nom de la commission des finances du Sénat et déposé le 10 octobre 2001, p. 7.

<sup>3</sup> Données fournies par la direction de la législation fiscale pour l'année 2015.

<sup>4</sup> Conseil des prélèvements obligatoires (CPO), « Les prélèvements obligatoires et les entreprises du secteur financier », précité, p. 117.

<sup>5</sup> Copenhagen Economics, « Wage tax on a rapidly changing Swedish financial sector », 31 août 2016, p. 20.

<sup>6</sup> Conseil des prélèvements obligatoires (CPO), « Les prélèvements obligatoires et les entreprises du secteur financier », précité, p. 117.

<sup>7</sup> Ibid., p. 115.

### La genèse de la taxe sur les salaires

La taxe sur les salaires trouve son origine dans l'article 70 du décret du 9 décembre 1948, qui instituait un versement forfaitaire temporaire sur les salaires, mis à la charge des employeurs. La loi du 14 avril 1952 l'a rendu définitif.

À compter du 1<sup>er</sup> janvier 1968, le versement forfaitaire a pris la dénomination de taxe sur les salaires. En vue de faciliter les exportations, la taxe sur les salaires a toutefois cessé d'être réclamée aux employeurs soumis à la taxe sur la valeur ajoutée sur 90 % au moins de leur chiffre d'affaires. Les conséquences financières de cette mesure ont été compensées par une majoration des taux de la TVA.

Il est vrai qu'à l'exportation, la taxe sur les salaires n'était pas remboursable alors qu'elle le devenait dès lors qu'elle était transformée en TVA. La mesure visait donc clairement à supprimer une contrainte fiscale n'ayant pas son équivalent dans les systèmes fiscaux des partenaires des entreprises françaises et qui pesait sur les prix desdites entreprises, dans la mesure où aucun mécanisme de déduction ne venait neutraliser la taxe sur les salaires à l'exportation.

Source : rapport d'information n° 8 (2001-2002) de M. Alain Lambert, fait au nom de la commission des finances du Sénat et déposé le 10 octobre 2001

**Enfin, la taxe sur les salaires se conjugue à l'impossibilité pour les entreprises du secteur financier de récupérer la TVA qui leur est facturée.** Une estimation produite par la direction générale du Trésor en 2015 évaluait ainsi le montant des rémanences de TVA à **7 milliards d'euros pour le secteur financier**. La direction générale du Trésor précise néanmoins que « *cette estimation moyenne est soumise à de fortes hypothèses (notamment à une exonération de TVA des consommations intermédiaires) ; une hypothèse haute des rémanences, s'appuyant directement sur les matrices de consommation intermédiaires estimées par l'Insee, peut dès lors être estimée à 12 milliards d'euros* »<sup>1</sup>.

Aussi, il n'est pas étonnant que la taxe sur les salaires ait fait l'objet de **nombreuses propositions de réforme de la part du Sénat**<sup>2</sup> visant à réduire son impact sur la compétitivité du secteur financier.

**Si sa suppression ne saurait bien évidemment être envisagée à court terme pour des raisons budgétaires, des ajustements immédiats pourraient être décidés afin de réduire le handicap concurrentiel qu'elle représente pour la place de Paris.**

Il apparaît tout d'abord nécessaire de **supprimer la tranche marginale à 20 % de la taxe sur les salaires introduite en 2013.**

<sup>1</sup> Réponses au questionnaire adressé par votre rapporteur général.

<sup>2</sup> Voir par exemple : « Banques : votre santé nous intéresse », rapport de la commission des finances du Sénat, n° 52 (1996-1997) ; « Assurons l'avenir de l'assurance », rapport du groupe de travail sur la situation et les perspectives du secteur des assurances en France, commission des finances du Sénat, n° 45 (1998-1999) ; « Mondialisation : réagir ou subir ? La France face à l'expatriation des compétences, des capitaux et des entreprises », rapport du Sénat n° 386 (2000-2001) ; « La taxe sur les salaires », rapport de la commission des finances du Sénat, n° 8 (2001-2002).

Le coût de la suppression du taux supérieur du barème est estimé à **137 millions d'euros** par la direction de la législation fiscale. Les effets d'aubaine pour les autres secteurs seraient **très limités**, dans la mesure où le secteur financier bénéficierait de la suppression à hauteur de 79 %.

**Recommandation n° 5 :** supprimer la tranche supérieure du barème de la taxe sur les salaires, afin de réduire l'écart de coût du travail entre la place de Paris et ses principaux concurrents européens.

**En complément, une mesure ciblée sur les impatriés pourrait être décidée, dans le contexte du *Brexit*.**

Si, comme cela a été précédemment indiqué, la loi de finances pour 2017 a déjà exonéré les primes d'impatriation de taxe sur les salaires, une **exonération de l'ensemble de la rémunération devrait être envisagée**, ce qui permettrait de réduire immédiatement d'un tiers l'écart de coût avec l'Allemagne pour les employeurs.

En supposant que le nombre de bénéficiaires s'élève à 20 000, pour une rémunération brute médiane de 100 000 euros, le coût brut de la mesure peut être estimé à **250 millions d'euros**.

Dans une perspective de moyen terme, **une réflexion plus générale devrait par ailleurs être engagée sur le coût du travail très qualifié en France**, incluant la question du plafonnement des cotisations sociales.

**Recommandation n° 6 :** renforcer régime des impatriés par la mise en place d'une exonération totale de taxe sur les salaires, afin de réduire l'écart de coût du travail entre la place de Paris et ses principaux concurrents européens.

## **2. Revenir sur le durcissement de la taxe sur les transactions financières**

Dans le contexte du *Brexit*, **la taxe sur les transactions financières constitue un autre désavantage concurrentiel** de la place de Paris vis-à-vis de ses principaux concurrents.



### La taxe française sur les transactions financières

Alors que l'impôt sur les opérations de bourse avait été supprimé par la loi de finances pour 2008 à l'initiative de votre commission des finances<sup>1</sup>, **une taxe sur les transactions financières a été mise en place en 2012**<sup>2</sup>.

Cette dernière comprend **trois volets** :

- **une taxe sur les acquisitions de titres de capital ou assimilés** (article 235 ter ZD du code général des impôts) ;
- **une taxe sur les ordres annulés** dans le cadre d'opérations à haute fréquence (article 235 ter ZD bis du même code) ;
- **une taxe sur les acquisitions de contrats d'échange sur défaut d'un État européen** – aussi appelés *credit default swaps* (CDS) – qui ne viendraient pas couvrir une exposition corrélée (article 235 ter ZD ter du même code).

Si les deux derniers volets de la taxe n'affichent aucun rendement au cours des derniers exercices, la taxe sur les acquisitions de titres de capital a rapporté **917 millions d'euros en 2015**.

Source : rapport général n° 140 (2016-2017) de M. Albéric de Montgolfier, fait au nom de la commission des finances et déposé le 24 novembre 2016, p. 181

S'il existe un droit de timbre sur les actions au Royaume-Uni, dont le taux s'élève à 0,5 %, **aucune taxe analogue n'a été mise en place en Allemagne** (qui est néanmoins associée au projet de taxe européenne sur les transactions financières), **en Irlande, aux Pays-Bas ou au Luxembourg**.

De ce fait, la taxe française constitue tout d'abord un **handicap concurrentiel pour Euronext**, dont la rentabilité est notamment liée aux volumes de transactions sur les titres cotés par sa plate-forme.

En effet, les principales études disponibles concluent que la taxe française sur les transactions financières a eu **un effet négatif significatif sur les volumes de transactions, évalué à 10 %**<sup>3</sup>.

D'après les informations transmises par Euronext, une extension de la taxe aux transactions intrajournalières se traduirait par une **diminution supplémentaire des volumes de 54 %**.

<sup>1</sup> Ce droit de timbre ne concernait en pratique que les intermédiaires financiers établis en France, favorisant ainsi les délocalisations. Cf. rapport général n° 91 (2007-2008) de M. Philippe Marini, fait au nom de la commission des finances et déposé le 22 novembre 2007, p. 61

<sup>2</sup> Article 5 de la loi n° 2012-354 de finances rectificative pour 2012.

<sup>3</sup> Gunther Capelle-Blancard et Olena Havrylchuk, « Taxer les transactions financières n'a aucun effet sur la volatilité des marchés », *La Lettre du CEPPII*, n° 331, 26 mars 2013 ; Leonardo Becchetti, Massimo Ferrari et Ugo Trenta, « The impact of the French Tobin tax », *CEIS Tor Vergata, Research paper series, volume 11, issue 4, n° 266, mars 2013* ; Commission européenne, « Did the new French tax on financial transactions influence trading volumes, price levels and / or volatility on the taxed market segment? – A trend analysis ». Jean-Édouard Colliard et Peter Hoffmann, « Taxe sur les transactions financières : Théories, expériences et implémentation », *Institut Louis Bachelier, Opinions & Débats*, n° 9, février 2015.

En outre, **l'existence de cette taxe est susceptible d'encourager les délocalisations**, les grandes entreprises pouvant décider de déplacer leur siège social ou de renoncer à l'établir en France afin que leur titre échappe à la taxe. En effet, l'opération doit porter sur un titre émis par une société dont le siège social est situé en France pour être taxée.

Comme cela a été rappelé, **il a pourtant été décidé dans le cadre de la loi de finances pour 2017 de durcir la taxe sur les transactions financières**, en augmentant de 0,2 % à 0,3 % son taux et en élargissant son assiette aux opérations intrajournalières.

Si une suppression de la taxe sur les transactions financières ne peut aujourd'hui être envisagée, compte tenu à la fois de son rendement budgétaire et de son affectation partielle à l'aide publique au développement<sup>1</sup>, il apparaît nécessaire de **revenir sur les dispositions adoptées l'an passé**.

**Recommandation n° 7** : ramener le taux de la taxe sur les transactions financières de 0,3 % à 0,2 % et supprimer l'extension aux transactions intrajournalières, dans l'attente des résultats de la négociation sur le projet européen de taxe sur les transactions financières.

À l'avenir, il serait particulièrement opportun de **s'abstenir de créer unilatéralement des taxes spécifiques à la place de Paris**, l'intégration des marchés de capitaux européens justifiant *a minima* de **privilégier le cadre de l'Union européenne** pour mener des initiatives de cette nature.

#### **Le long cheminement de la taxe européenne sur les transactions financières**

Dans un contexte marqué par la crise financière et la mise en place de mesures divergentes au niveau national, la Commission a présenté en 2011 une **proposition de directive établissant un système commun de taxe sur les transactions financières**<sup>2</sup>.

La proposition prévoyait l'institution d'une taxe de 0,1 % sur les transactions portant sur les actions et obligations et de 0,01 % pour celles portant sur les produits dérivés, lorsqu'au moins une partie présente dans l'Union européenne est impliquée dans la transaction.

**L'unanimité au sein du Conseil ne pouvant être atteinte, onze États membres<sup>3</sup> ont demandé à la Commission de solliciter la mise en œuvre d'une coopération renforcée.**

<sup>1</sup> Le plafond de l'affectation à l'Agence française de développement est désormais fixé à 270 millions d'euros, l'affectation au Fonds de solidarité pour le développement étant quant à elle limitée à 528 millions d'euros.

<sup>2</sup> Proposition de directive du Conseil du 28 septembre 2011 établissant un système commun de taxe sur les transactions financières et modifiant la directive 2008/7/CE.

<sup>3</sup> La Belgique, l'Allemagne, l'Estonie, la Grèce, l'Espagne, la France, l'Italie, l'Autriche, le Portugal, la Slovaquie et la Slovaquie.

Après accord du Parlement européen, une décision autorisant onze États membres à établir un système commun de taxe sur les transactions financières a finalement été adoptée par le Conseil le 22 janvier 2013.

Dans ce cadre, la Commission européenne a adopté en février 2013 une **nouvelle proposition de directive**, qui reprend les principales caractéristiques de sa proposition initiale, tout en renforçant les clauses anti-abus et anti-délocalisation<sup>1</sup>. Le principe de résidence est notamment complété par des éléments du principe du lieu d'émission.

Les négociations sur les caractéristiques de la taxe **se poursuivent actuellement entre dix des onze États membres** participant à la coopération renforcée (l'Estonie ne souhaitant plus être associée au projet).

Source : *Rapport général n° 164 (2015-2016) de M. Albéric de Montgolfier, fait au nom de la commission des finances et déposé le 19 novembre 2015, p. 178*

À cet égard, le durcissement opéré l'an passé **anticipait de manière très inopportune l'issue du débat sur la mise en œuvre d'une taxe européenne sur les transactions financières**, comme votre rapporteur général n'avait pas manqué de le souligner lors du débat budgétaire.

### 3. Restaurer la compétitivité du régime des stock-options

En complément, il apparaît opportun de modifier le cadre fiscal et social des **stock-options**.

Comme le relevait déjà l'an passé votre rapporteur général, « avec la réforme des actions gratuites, le Gouvernement a choisi de ramener l'imposition de l'un des deux principaux instruments de capital utilisés par les grands groupes dans la « norme » européenne, sans aller jusqu'à **modifier le régime des stock-options**, qui fait figure de véritable 'totem politique' pour la majorité »<sup>2</sup>.

**Contrairement aux actions gratuites, le régime des stock-options demeure en effet « délibérément pénalisé »<sup>3</sup> sur le plan fiscal-social**, en raison notamment de l'imposition de gain de levée d'option, aussi appelé gain d'exercice<sup>4</sup>, selon le régime applicable aux traitements et salaires – sans possibilité d'appliquer les abattements pour durée de détention prévus pour le régime des plus-values mobilières<sup>5</sup> –, à laquelle s'ajoute le paiement des prélèvements sociaux (8 %) et d'une contribution salariale spécifique de 10 %.

<sup>1</sup> Proposition de directive du Conseil du 14 février 2013 mettant en œuvre une coopération renforcée dans le domaine de la taxe sur les transactions financières.

<sup>2</sup> Rapport général n° 140 (2016-2017) de M. Albéric de Montgolfier, fait au nom de la commission des finances du Sénat et déposé le 24 novembre 2016, p. 78.

<sup>3</sup> Inspection générale des finances, « Attractivité du territoire français pour les talents internationaux », précité, page 23.

<sup>4</sup> Ce gain correspond à la différence, au moment de la levée de l'option, entre la valeur réelle et le prix d'exercice des titres.

<sup>5</sup> À titre de rappel, le gain d'acquisition était entièrement exonéré d'impôt sur le revenu avant 1990.

Dès lors, comme le relève l'inspection générale des finances, « *en comparaison avec nos voisins immédiats (Allemagne, Grande-Bretagne, Pays-Bas, Belgique), l'arbitrage est systématiquement défavorable à la France* », en particulier parce que « *la quasi-totalité des plans européens de stock-options est exonérée ou quasi-exonérée de cotisations de sécurité sociale* »<sup>1</sup>.

### **L'importance du taux marginal de l'impôt sur le revenu dans les décisions de localisation des entreprises**

Depuis 2014, pas moins de trois rapports<sup>2</sup> émanant d'organismes rattachés à l'exécutif ont mis en évidence la perte d'attractivité de la France pour les centres de décision des entreprises.

Sur longue période, l'étude menée en 2016 par le Conseil d'analyse économique **confirme le recul de la France au classement des principaux pays d'accueil des centres de décision en Europe** : « *entre 1980 et 2012, la France recule de la première à la quatrième place, tandis que l'Allemagne passe de la quatrième place à la première place* ». Le constat est encore plus préoccupant une fois la taille des centres de décision prise en compte, la France se retrouvant alors à la sixième place.

Or, parmi les facteurs expliquant la perte d'attractivité de la France pour les centres de décision des entreprises, les trois études s'accordent sur **l'importance du taux marginal de l'impôt sur le revenu**.

À partir d'une analyse empirique sur les déterminants de la localisation des centres de décision, le Conseil d'analyse économique conclut ainsi que **le taux supérieur de l'impôt sur le revenu exerce un effet « significativement négatif » sur les décisions d'implantation**.

À cet égard, les deux études menées par l'inspection générale des finances mettent en évidence l'importance de son **interaction avec les instruments de capital que constituent les stock-options et les actions gratuites**, compte tenu du poids de ce mode de rémunération pour les cadres des grands groupes.

*Source : Rapport général n° 140 (2016-2017) de M. Albéric de Montgolfier, fait au nom de la commission des finances du Sénat et déposé le 24 novembre 2016, p. 77*

Ce traitement fiscal pénalisant apparaît **d'autant plus incohérent que les stock-options sont moins favorables que les actions gratuites pour les bénéficiaires**, dans la mesure où :

- les stock-options impliquent de la part du bénéficiaire une **contribution financière à la souscription**, contrairement aux actions gratuites ;

<sup>1</sup> Inspection générale des finances, « *Attractivité du territoire français pour les talents internationaux* », précité, page 23.

<sup>2</sup> Inspection générale des finances, « *Les quartiers généraux des grandes entreprises en France* », octobre 2014 ; Conseil d'analyse économique, « *L'attractivité de la France pour les centres de décision des entreprises* », Les notes du Conseil d'analyse économique, n° 30, avril 2016 ; Inspection générale des finances, « *Attractivité du territoire français pour les talents internationaux* », avril 2016.

- le gain lié aux stock-options est **plus aléatoire**, car il n'est pas intéressant pour les bénéficiaires d'exercer leur droit d'achat si le cours de l'action est inférieur au prix de souscription offert pendant la période de souscription.

Aussi, votre rapporteur général recommande de mettre en œuvre les conclusions de la mission de l'inspection générale des finances, qui suggérait de **rapprocher le niveau de la fiscalité des stock-options de celui applicable aux Pays-Bas et en Allemagne**<sup>1</sup>. À titre d'illustration, le coût d'une taxation forfaitaire à 30 % du gain d'exercice est estimé à 60 millions d'euros par la direction de la législation fiscale.

**Recommandation n° 8** : modifier le régime des stock-options, afin de rapprocher le niveau de taxation de l'ensemble des plans d'intéressement à long terme de la moyenne européenne.

#### **4. Clarifier le statut fiscal de la société de libre partenariat, pour que l'industrie française de la gestion d'actifs dispose d'un véhicule concurrentiel au niveau européen**

Comme cela a été précédemment indiqué, la société de libre partenariat (SLP), créée par l'article 145 de la loi pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques, devait constituer pour l'industrie française de la gestion d'actifs une **alternative à certains véhicules européens comme les sociétés en commandite spéciale luxembourgeoises**.

**Tout comme ces derniers, les sociétés de libre partenariat disposent d'une grande liberté contractuelle et statutaire** (politique d'investissement, modalités d'émission et de libération des parts et titres, périodicité minimale et modalités d'établissement de la valeur liquidative, conditions d'allocation du boni de liquidation, durée des exercices comptables, etc.).

**Le succès de ce nouveau véhicule apparaît toutefois limité**, seules 31 SLP ayant été créées au 29 mars 2017<sup>2</sup>.

Cette relative contre-performance apparaît comme étant principalement imputable aux **carences du régime fiscal** qui lui est applicable.

**Initialement, ce dernier devait en effet reposer sur le principe de la transparence** : les associés devaient être personnellement soumis à l'impôt sur le revenu ou à l'impôt sur les sociétés, suivant le cas, pour la part des revenus et gains sociaux correspondant à leurs droits dans la société.

---

<sup>1</sup> Ibid., p. 29.

<sup>2</sup> D'après les données transmises par l'Autorité des marchés financiers.

Largement assurée dans les faits en droit interne pour les principaux véhicules existants<sup>1</sup>, **la transparence fiscale n'est pas explicitement affirmée dans les dispositions législatives françaises et n'est ainsi pas systématiquement reconnue par certains États**, notamment l'Allemagne, faute de convention fiscale le précisant. Cela prive les souscripteurs de fonds français, en particulier de fonds professionnels de capital investissement, du bénéfice d'une fiscalité favorable sur les plus-values, et les expose à un **risque de double imposition**.

Pour garantir cette neutralité aux investisseurs résidents comme non-résidents, le dispositif initial portant création de la société de libre partenariat tendait à **inscrire pleinement et expressément la transparence fiscale des sociétés de libre partenariat dans le code général des impôts**, en reprenant les dispositions applicables aux sociétés immobilières de copropriété, « *qui constituent aujourd'hui l'unique exemple en droit français d'entités véritablement et explicitement transparentes sur le plan fiscal* »<sup>2</sup>.

**La solution finalement retenue par le législateur n'apparaît toutefois pas satisfaisante.** À la suite d'un amendement adopté à l'initiative du Gouvernement, le régime fiscal de la SLP a finalement été aligné sur celui des FPCI – ce qui continue de faire peser sur les investisseurs étrangers le risque d'une double imposition, alors même que la SLP devait être initialement un moyen d'y obvier.

**Pour la doctrine, le régime fiscal finalement retenu se révèle en outre particulièrement imprécis.** L'applicabilité aux SLP de certains abattements ou exonérations, pourtant clairement prévus pour les FCPI, apparaît toujours incertaine pour les SLP<sup>3</sup>, ce qui nuit à la clarté de leur cadre fiscal.

**Aussi, si la SLP constitue une avancée claire sur le plan de la souplesse juridique, sa superposition à un régime fiscal inabouti semble constituer un frein à son attractivité auquel il convient de remédier.**

**Recommandation n° 9 :** adosser la société de libre partenariat à un régime fiscal adapté aux besoins des investisseurs internationaux, afin que le secteur de la gestion d'actifs dispose d'un véhicule concurrentiel au niveau européen.

<sup>1</sup> À ce titre, les bénéfices réalisés par un organisme de placement collectifs ne sont imposés qu'entre les mains des porteurs de parts ou d'actions, au moment de leur distribution. Les fonds commun de placement, qui ne possèdent pas la personnalité morale, échappent par nature à l'impôt sur les sociétés. Les SICAV sont quant à elles explicitement exonérées d'impôt sur les sociétés par le 1° bis A de l'article 208 du CGI s'agissant « des bénéfices réalisés dans le cadre de leur objet légal ».

<sup>2</sup> Rapport n° 370 (2014-2015) de Mmes Catherine Deroche, Dominique Estrosi Sassone et M. François Pillet, fait au nom de la commission spéciale et déposé le 25 mars 2015, p. 390.

<sup>3</sup> « La société de libre partenariat : analyse d'un traitement paradoxal » in *Revue de droit fiscal* n° 47, octobre 2016.

## **B. RÉNOVER LE CADRE JURIDIQUE APPLICABLE AUX SERVICES FINANCIERS**

**La concurrence entre les places financières ne concernant pas seulement le droit fiscal mais les systèmes juridiques dans leur ensemble, il apparaît également nécessaire de moderniser certains éléments du cadre juridique applicable aux services financiers, afin de renforcer l'attractivité de Paris pour les investisseurs internationaux.**

### **1. Assouplir le droit des titres en introduisant les actions à droit de vote multiple**

À cet égard, un **assouplissement du droit des titres** pourrait être envisagé, afin d'attirer les émetteurs souhaitant déroger au principe « une action – une voix » qui caractérise actuellement la démocratie actionnariale.

**Historiquement, le droit des sociétés français autorisait les actions à droit de vote multiple**, qui ont été introduites en 1903<sup>1</sup>. Après la Première Guerre mondiale, « *son emploi dégénéra toutefois en de véritables abus et les actions à vote plural ne devinrent, dans certains cas, qu'un instrument de domination (...) d'une minorité d'actionnaires sur la majorité* »<sup>2</sup>. Aussi, la création de telles actions a finalement été **interdite en 1933<sup>3</sup> pour les sociétés anonymes<sup>4</sup>**, une exception étant toutefois prévue pour permettre dans certaines conditions la mise en place de droits de vote double<sup>5</sup>.

**Pourtant, la majorité des pays de l'Union européenne (53 %) autorisent les droits de vote multiple**, comme cela a été mis en évidence par une étude réalisée à la demande de la Commission européenne en 2007<sup>6</sup>.

**En outre, les droits de vote multiple sont utilisés par un nombre croissant d'entreprises** : à New York, « *le pourcentage d'introductions en Bourse utilisant de telles structures est ainsi passé de 1 % en 2015 à 14 % en 2015, ce chiffre culminant à 36 % en 2016 pour les sociétés dites de croissance* »<sup>7</sup>.

**En se privant de cet outil, la place de Paris est ainsi susceptible de perdre des émetteurs potentiels.**

---

<sup>1</sup> Loi du 13 novembre 1933.

<sup>2</sup> Assemblée nationale, compte rendu de la deuxième séance du 8 juin 1965, p. 1885.

<sup>3</sup> Loi du 13 novembre 1933.

<sup>4</sup> En application de l'article L. 227-1 du code du commerce, les actions à droit de vote multiple restent néanmoins admises pour les sociétés par actions simplifiées mais ces dernières ne peuvent procéder à une offre au public de titres financiers ou à l'admission aux négociations sur un marché réglementé de leurs actions.

<sup>5</sup> Par la suite, les droits de vote double ont été « généralisés » par l'article 7 de la loi n° 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle.

<sup>6</sup> Institut européen de la gouvernance d'entreprise, Institutional Shareholder Service Europe et Sherman & Sterling LLP, « Report on the Proportionality Principle in the European Union », 2007, p. 15.

<sup>7</sup> Les Échos, « La place de Paris réfléchit à des actions à droits de vote multiple », 21 avril 2017.

**Rien ne s'oppose pourtant à l'introduction des droits de vote multiple**, sous réserve qu'elle soit assortie d'obligations de transparence et d'information vis-à-vis des investisseurs.

**La liberté contractuelle pourrait néanmoins être encadrée par le législateur afin de prévenir les abus**, par exemple en plafonnant le nombre de droits par action. À titre d'exemple, le nombre de droits de vote par action est limité à mille au Japon et à dix en Suède et au Danemark<sup>1</sup>.

**Recommandation n° 10** : assouplir le droit des titres par l'introduction d'actions à droit de vote multiple, afin de répondre aux besoins des émetteurs.

## 2. Clarifier le cadre réglementaire de l'assurance vie

En outre, il apparaît nécessaire de **clarifier le cadre réglementaire de l'assurance vie**, dans un contexte marqué par la concurrence croissante des acteurs luxembourgeois.

En effet, pour une partie de la doctrine, l'assurance vie française pâtit par rapport au Luxembourg d'un droit applicable caractérisé par de **multiples incohérences et rigidités**<sup>2</sup>.

**Il est vrai que plusieurs évolutions récentes ont fragilisé le cadre applicable à l'assurance vie française.**

Allant à l'encontre de la position exprimée par les régulateurs<sup>3</sup>, la Cour de cassation a récemment validé la possibilité, pour un assureur luxembourgeois opérant en France sous le régime de la libre prestation de services, de **proposer des contrats autorisant le versement de primes par apport de titres.**

Aux termes de l'arrêt, « *si le droit français n'envisage le versement des primes d'assurance qu'en numéraire, aucune disposition légale d'intérêt général ne prohibe la distribution en France par un assureur luxembourgeois de contrats d'assurance sur la vie qui sont régis par la loi française mais dont les*

---

<sup>1</sup> Institut européen de la gouvernance d'entreprise, Institutional Shareholder Service Europe et Sherman & Sterling LLP, « Report on the Proportionality Principle in the European Union », précité, p. 19.

<sup>2</sup> Voir par exemple : Eva Gyori-Toursel, « Assurance-vie en unités de compte : les incohérences du droit français » in *Revue générale du droit des assurances*, 1<sup>er</sup> septembre 2016, n° 08-09, page 388.

<sup>3</sup> Mme Sandrine Lemery, secrétaire générale adjointe de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution, avait tenu les propos suivants le 6 mai 2015 devant la commission des finances du Sénat : « Notre interprétation, qui doit être confirmée par la Cour de cassation, est que l'apport de titres n'est pas possible en droit français. Nous en tirons donc, dans les contrôles qui relèvent de notre juridiction, les conséquences prudentielles en matière fiscale ou en termes de sommes dues aux entreprises. »



*caractéristiques techniques et financières relèvent du droit luxembourgeois (...) et permettent l'apport de titres sur des fonds dédiés fermés »<sup>1</sup>.*

Cette évolution juridique **offre potentiellement un avantage comparatif important** aux acteurs luxembourgeois.

En effet, comme le relevait votre rapporteur général, « *l'apport de titres (...) permet de **disposer d'une sorte de compte titres** bénéficiant du régime avantageux de l'assurance vie, dont ce n'est pourtant pas l'objet »<sup>2</sup>.*

À cet égard, il peut être observé que de nombreuses stratégies reposant sur l'apport de titres, qui pourraient constituer un abus de droit, sont **d'ores et déjà proposées par certains cabinets de conseil en gestion de patrimoine**, par exemple pour transformer les revenus fonciers en produits d'assurance vie afin d'échapper au plafonnement de l'impôt de solidarité sur la fortune<sup>3</sup>.

En outre, le versement par apport de titres peut permettre au souscripteur d'échapper au **principe de mutualisation** qui caractérise l'assurance vie, s'il ne s'accompagne pas d'un abandon concomitant des droits sur les parts apportées.

**Au-delà des modalités de versement de la prime, les acteurs luxembourgeois bénéficient également de l'incertitude plus générale qui existe désormais sur le droit applicable aux contrats distribués en France.**

Si l'ACPR considère traditionnellement que « *le droit du contrat français s'applique aux contrats vendus en France à des résidents français* »<sup>4</sup>, l'arrêt de la Cour de cassation a rattaché de façon quelque peu surprenante les modalités de versement de la prime aux « *principes prudentiels* », qui sont soumis au droit du pays d'origine en application du droit européen<sup>5</sup>.

Dès lors, **la question du droit applicable se pose dans de nombreux domaines dans lesquels l'assurance-vie luxembourgeoise possède un avantage comparatif** pour les souscripteurs - au premier rang desquels figure la liste des supports d'investissement autorisés.

En effet, l'assurance-vie luxembourgeoise permet à certains souscripteurs d'investir sur une **palette d'actifs plus larges**, la liste des supports éligibles variant selon le niveau du patrimoine et de la prime versée.

**Sur ce dernier point, la situation apparaît d'autant plus préoccupante que l'interprétation faite par de nombreux assureurs de la**

---

<sup>1</sup> Cour de cassation, deuxième chambre civile, arrêt n° 780 du 19 mai 2016.

<sup>2</sup> « Les enjeux de l'assurance vie sont considérables » in *L'Agefi actifs*, n° 662, p. 11.

<sup>3</sup> *L'Agefi actifs*, « La combinaison Soparfi / Assurance vie luxembourgeoise en pratique » (encadré), numéro 684, 23 septembre 2016, p. 14.

<sup>4</sup> *Propos tenus le 6 mai 2015 par Mme Sandrine Lemery, secrétaire générale adjointe de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution, devant la commission des finances du Sénat.*

<sup>5</sup> Conformément à l'article 10-2 de la directive 2002/83/CE du 8 novembre 2002.

---

**liste limitative des supports d'investissement autorisés en droit français<sup>1</sup> pourrait être remise en cause.**

En effet, la Cour d'appel de Paris a récemment estimé que les produits structurés n'offrant pas de garantie en capital ne sont pas éligibles aux unités de compte<sup>2</sup>. Cette décision, si elle venait à être confirmée, nuirait à la solidité juridique de milliers de contrats au sein desquels ont été logés ces instruments financiers<sup>3</sup>.

Dès lors, il apparaît aujourd'hui **indispensable d'engager une concertation** entre les pouvoirs publics et les assureurs afin de remédier aux faiblesses actuelles du code des assurances.

L'objectif serait triple :

- **lever les freins à l'attractivité de l'assurance vie française** lorsqu'ils ne sont ni justifiés par la nécessité de protéger les épargnants, ni susceptibles de dénaturer les contrats (à titre d'exemple, la liste des supports d'investissement autorisés pourrait varier selon la capacité patrimoniale de l'assuré) ;

- **garantir des conditions de concurrence équitables aux assureurs français**, en désignant expressément dans le code des assurances, comme y invite la Cour de cassation, les dispositions légales d'intérêt général qui doivent s'imposer à tous les contrats distribués en France, y compris par des sociétés étrangères<sup>4</sup> ;

- **lever les doutes juridiques subsistant en droit interne**, qui fragilisent les contrats français.

<p><b>Recommandation n° 11 :</b> moderniser le code des assurances afin de lever les freins à l'attractivité de l'assurance vie française et de garantir des conditions de concurrence équitables au niveau européen.</p>
---

### **C. MODERNISER LE SYSTÈME DE RÉGULATION**

De nombreux pans du droit bancaire et financier reposent sur le droit de l'Union européenne. Mais, au-delà, la manière dont chaque régulateur national applique les règles joue également un rôle : *« l'environnement réglementaire et le mode de fonctionnement du régulateur constituent des éléments de décision dans le choix du pays d'accueil. [...]*

---

<sup>1</sup> Sur le fondement de l'article L.131-1 du code des assurances.

<sup>2</sup> Arrêt de la Cour d'appel de Paris du 21 juin 2016 n° 15/00317, M. X c/ SA G. Vie et a.

<sup>3</sup> Nicolas Ducros, « L'avenir des produits structurés dans les contrats d'assurance vie en suspens ? », *L'Agefi actifs*, 13 octobre 2016.

<sup>4</sup> À titre d'illustration, les dispositions présentant un caractère d'ordre public sont expressément désignées dans le code de la consommation (voir l'article L. 212-3 pour un exemple).

Chaque régulateur national garde un mode de fonctionnement qui lui est propre. Ainsi, malgré des textes européens harmonisés, la façon dont la réglementation est appliquée dépend pour une large part de chaque régulateur »<sup>1</sup>.

### **1. Favoriser le développement et la connaissance des *fintech* en mettant en place une régulation spécifique et adaptée à l'innovation**

Les professionnels traditionnels du secteur financier entendus par votre rapporteur général ont tous **mentionné la qualité de la régulation nationale** comme un élément d'attractivité de la place de Paris.

Cependant, Londres étant actuellement la capitale européenne des *fintech*<sup>2</sup>, la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne présente un **enjeu spécifique en matière d'innovation financière**.

En effet, les *fintech* opèrent sur différents segments, du financement aux services de paiement ou d'investissement, et contribuent, par leurs innovations, à **brouiller les frontières de la réglementation**. Certaines activités, notamment de paiement ou de monnaie électronique, bénéficient d'une harmonisation européenne, tandis que d'autres activités, à l'instar des sociétés de financement ou des services d'intermédiation, sont régies par le droit national<sup>3</sup>. De façon générale, les *fintech* posent deux défis principaux en matière de réglementation :

- d'une part pour la protection des consommateurs et de leurs fonds, car elles proposent souvent un service rompant la chaîne de commercialisation traditionnelle ;

- d'autre part, pour la lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme.

**L'appréhension par le régulateur des innovations portées par les *fintech* est déterminante pour favoriser leur création et appuyer leur essor** dans des conditions de sécurité assurées. Dans la mesure où ces entreprises développent des services innovants, un dialogue avec le régulateur est souvent nécessaire pour déterminer le statut dont elles relèvent. Ainsi que l'indique Nathalie Beaudemoulin, coordinatrice du pôle « FinTech innovation » à l'ACPR, « les statuts présentent différents niveaux d'intensité réglementaire [...]. Le choix du statut le plus approprié est donc important »<sup>4</sup>. De ce

---

<sup>1</sup> « Quelle réglementation pour les *fintech* ? », in Revue banque, n° 799, dossier spécial *Fintech*, septembre 2016.

<sup>2</sup> Selon une étude réalisée par le cabinet KPMG sur le financement des *FinTech* dans le monde en 2016, sur les trente levées de fonds les plus importantes du secteur en 2016, seulement trois ont eu lieu en Europe, toutes effectuées à Londres.

<sup>3</sup> Par exemple, le financement participatif est régi par les dispositions de l'ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014 relative au financement participatif.

<sup>4</sup> « Nous nous sommes aperçus que les *FinTech* avaient des besoins spécifiques », in Revue-Banque.fr n° 799, dossier spécial *FinTech*, septembre 2016.

---

point de vue, l'ACPR et l'AMF ont développé une approche conjointe, avec la création d'un guichet unique en juin 2016 afin de permettre un fléchage des entreprises entre les deux régulateurs en fonction de la nature de leur activité. Un « Forum FinTech » a également été inauguré à l'été 2016, réunissant trente-quatre membres nommés pour deux ans. Associant les entreprises innovantes, les pouvoirs publics et les régulateurs, cette instance vise à développer une connaissance mutuelle entre superviseurs et innovateurs.

En revanche, les régulateurs nationaux ont jusqu'à présent préféré proposer aux acteurs de la *fintech* un accompagnement personnalisé dans les conditions du droit commun plutôt que d'opter pour la solution britannique dite du « bac à sable ». Ce dispositif, mis en place par la *Financial conduct authority* (FCA) britannique, permet de mettre en pratique une idée innovante dans un périmètre réduit en bénéficiant d'un cadre réglementaire sur-mesure afin d'en tester la viabilité. Soumise à l'autorisation préalable et individuelle de la FCA, cette dérogation n'est ouverte qu'à des projets dont le caractère innovant et l'apport pour le consommateur peuvent être démontrés. Des assouplissements individuels aux réglementations fixées au niveau national et qui ne font pas l'objet d'une harmonisation européenne peuvent ainsi être octroyés pour une durée déterminée, principalement de six mois<sup>1</sup>. Un plan de sortie, déterminant les conditions dans lesquelles les intérêts des consommateurs sont protégés, doit être élaboré en amont. À l'issue du test, soit l'entreprise peut s'intégrer dans le cadre réglementaire classique, soit son concept n'est pas viable et elle disparaît. Après la soumission de soixante-neuf projets, une première cohorte de vingt-quatre sociétés a déjà bénéficié de cette approche et est arrivée à son terme en avril dernier<sup>2</sup>. La seconde a été sélectionnée en mai dernier.

À la suite du Royaume-Uni, plusieurs pays ont décidé de mettre en place un système analogue, à l'instar de la Suisse et du Luxembourg en Europe ou de Hong-Kong, de la Malaisie, de l'Australie et de Singapour au plan international<sup>3</sup>. À l'occasion du déplacement à Amsterdam, la banque centrale des Pays-Bas a également indiqué à votre rapporteur général qu'un « dispositif sur-mesure pour l'innovation financière », inspiré du « bac à sable » britannique, serait institué dans le courant de l'année.

En France, l'ACPR et l'AMF ont fait un choix différent, qualifié d'approche « proportionnée », qui consiste à écarter toute dérogation individuelle tout en proposant un accompagnement personnalisé dans le cadre de droit commun applicable aux sociétés de même nature.

---

<sup>1</sup> Cf. section 148 du *Financial Services and Markets Act*, 14 juin 2000.

<sup>2</sup> À ce stade, aucun résultat n'a été publié par la FCA.

<sup>3</sup> Mentionnons la conclusion en mai 2016 d'un guichet unique entre le Royaume-Uni et Singapour, appelé « FinTech bridge », visant à faciliter l'accès au marché asiatique pour les *fintech* de Londres et à attirer à Londres les innovations et investissements asiatiques.

Cette approche repose sur une triple préoccupation :

- la **protection du consommateur**, qui doit être pleinement garantie quel que soit le degré de maturité d'une société ;
- la nécessité **d'éviter toute rupture** entre la période de développement et la période adulte ;
- la volonté de **préserver l'équité** entre les *fintechs*.

Votre rapporteur général considère toutefois que le « bac à sable » réglementaire, à condition d'être correctement mis en œuvre, serait susceptible de **répondre à l'ensemble de ces préoccupations, tout en créant un contexte plus favorable à l'innovation financière.**

**En outre, la mise en œuvre d'un « bac à sable » réglementaire renforcerait l'attractivité de la place de Paris**, notamment pour les sociétés de *fintech* actuellement implantées à Londres.

Enfin, en étudiant chaque projet soumis et en précisant les règles pouvant faire l'objet d'un aménagement, les autorités de régulation **renforceraient également leur connaissance du secteur.**

**Recommandation n° 12** : afin d'encourager l'innovation financière, mettre en place un « bac à sable » réglementaire permettant des dérogations temporaires et encadrées aux règles de droit commun pour les *fintech*.

À cet égard, votre rapporteur général note la **volonté de la Commission européenne de mieux appréhender ce secteur** par le biais d'une consultation lancée le 23 mars dernier<sup>1</sup>, afin d'étudier l'adaptation de la réglementation financière actuelle à l'émergence de ces nouveaux acteurs.

À l'appui de ces réponses, la Commission européenne entend proposer une stratégie européenne pour les *fintech* d'ici la fin de l'année. **La création d'un « bac à sable » européen destiné aux sociétés *fintech* proposant un service transfrontalier figure parmi les options envisagées dans la consultation et doit être soutenue.**

En effet, le « bac à sable » réglementaire européen **répondrait à la difficulté née de l'impossibilité, pour un dispositif national, de proposer des dérogations temporaires aux règles harmonisées au niveau européen.** Il s'ensuit un risque pour la compétitivité financière de l'Union européenne, l'innovation risquant d'être testée puis développée dans d'autres pôles. À titre d'illustration, la *Monetary Authority of Singapore* insiste sur les pouvoirs contraints de la FCA britannique dans les dérogations qu'elle peut accorder,

---

<sup>1</sup> « FinTech : a more competitive and innovative European financial sector ». Cf. [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2017-fintech-consultation-document\\_en\\_0.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2017-fintech-consultation-document_en_0.pdf)

tout en précisant que son « bac à sable » réglementaire garantit réellement une adaptation sur-mesure en fonction des besoins spécifiques du projet<sup>1</sup>.

## 2. Diversifier les recrutements et les parcours à l'ACPR

Spécifique, le secteur des *fintech* n'en illustre pas moins **la nécessité d'une collaboration étroite entre les deux régulateurs nationaux**, l'AMF et l'ACPR, pour prendre en compte de nouvelles activités hybrides, brouillant en partie leurs frontières de compétences.

Certes, le système de supervision ne s'intègre pas dans une démarche de valorisation de place, mais assure les conditions de la stabilité financière et de la protection des consommateurs. Pour autant, la relation de dialogue et de compréhension mutuels entre les régulateurs et les professionnels participe de l'attractivité de la place et, *in fine*, garantit une supervision efficace.

De ce point de vue, les auditions menées par votre rapporteur général ont permis d'**identifier une différence entre l'ACPR et l'AMF en matière de ressources humaines**. L'AMF recrute principalement des profils « *dotés d'expériences reconnues dans le monde de la finance* »<sup>2</sup> de formation scientifique, juridique ou comptable, quand l'ACPR, adossée à la Banque de France, privilégie le recrutement par concours directement après des études souvent généralistes. De ce fait, les professionnels entendus par votre rapporteur général ont évoqué une **prise en compte différente des réalités concrètes de leurs activités par les deux autorités de régulation**. Si tout conflit d'intérêt entre régulateur et acteur doit bien évidemment être proscrit, **une supervision proportionnée et efficace exige une connaissance théorique mais aussi pratique du secteur régulé**. À cet égard, l'AMF semble mieux parvenir à articuler la nécessité d'une régulation efficace avec le besoin d'établir une relation de compréhension avec les professionnels.

Aussi, s'agissant de l'ACPR, votre rapporteur général considère qu'une **diversification des profils de recrutement, y compris pour les postes de direction**, et une **variété dans les parcours professionnels** des agents, intégrant une expérience en établissement bancaire soumise au strict contrôle de la commission consultative sur les incompatibilités de la Banque de France, participerait au renforcement de l'attractivité de la place de Paris.

**Recommandation n° 13** : diversifier les recrutements et les parcours professionnels au sein de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), afin de se rapprocher des pratiques les plus efficaces en matière de ressources humaines.

<sup>1</sup> « Response to feedback received », Monetary Authority of Singapore, page 42, novembre 2016.

<sup>2</sup> <http://www.amf-france.org/L-AMF-recrute/Nos-offres/Le-processus-de-recrutement?>

#### ***D. ADAPTER LE DROIT DU TRAVAIL***

**Enfin, une rénovation du cadre applicable en matière de droit du travail doit être opérée afin de renforcer l'attractivité française pour les entreprises internationales.**

En effet, les professionnels du secteur financier entendus par la commission des finances s'accordent pour voir dans le droit du travail français un **obstacle** qui demeure dans les arbitrages internationaux de localisation d'activités.

Contrairement aux points soulevés précédemment, ce n'est pas l'instabilité, les dispositions du code du travail critiquées ayant peu évolué depuis le début des années 2000, mais **le manque de prévisibilité** résultant des règles en vigueur qui est en cause.

**Une difficulté majeure, bien identifiée et qui doit être rapidement traitée, concerne l'incertitude sur le coût d'un licenciement économique.** Les entreprises du secteur financier y sont particulièrement exposées, compte tenu du caractère cyclique de leurs activités ainsi que des niveaux et de l'architecture des rémunérations servies, intégrant une part fixe et une part variable.

**Actuellement, aucun encadrement des indemnités que le juge peut prononcer n'est prévu par le code du travail<sup>1</sup>,** ce qui tire les indemnités de conciliation à la hausse, et rend difficile toute prévisibilité sur le coût définitif d'un licenciement.

Le travail de recensement, effectué par l'inspection générale des finances, des cent onze décisions prononcées en juridiction d'appel entre 2010 et 2016 sur les licenciements économiques intervenus dans le secteur financier, atteste ainsi d'une **grande dispersion des indemnités prononcées** par le juge d'appel. Dans moins de 5 % des décisions, des indemnités supérieures à deux millions d'euros ont été prononcées - et même à six millions d'euros dans un cas. Marginales, ces situations n'en forment pas moins la règle du point de vue des entreprises, qui ne peuvent prévoir le coût définitif de la rupture d'un contrat de travail pour motif économique.

**Cette incertitude constitue un désavantage par rapport à nos voisins européens.** À titre d'exemple, en **Allemagne**, un double encadrement des indemnités de licenciement pour motif économique s'applique : d'une part, le contrat de travail peut prévoir que le salarié renonce par avance à la possibilité de recours devant le juge, en contrepartie d'une indemnité qu'il détermine à l'avance<sup>2</sup>; d'autre part, en phase contentieuse, un barème encadre les indemnités que le juge prononce. Ce

---

<sup>1</sup> Articles L. 1233-1 et suivants du code du travail.

<sup>2</sup> Dans la mesure où l'indemnité conciliatrice et l'indemnité contentieuse ne visent pas la réparation du même préjudice, un tel renoncement ne peut constitutionnellement pas trouver à s'appliquer en France.

cadre garantit ainsi une forte prévisibilité à l'employeur, sans pour autant priver le salarié d'une juste indemnisation du préjudice subi.

**Ces difficultés, bien appréhendées, ont fait l'objet de plusieurs tentatives de résolution.** Si la loi du 14 juin 2013 relative à la sécurisation de l'emploi<sup>1</sup> a introduit un barème indicatif, fixé par voie réglementaire, pour déterminer l'indemnité de conciliation, la loi du 6 août 2015 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques<sup>2</sup> avait entendu instaurer un barème impératif de l'indemnité contentieuse, variant en fonction de l'ancienneté du salarié et de la taille de l'entreprise. Toutefois, en raison de l'application de ce dernier critère, sans lien avec le préjudice subi par le salarié, le Conseil constitutionnel a censuré ces dispositions, jugeant qu'elles introduisaient une rupture d'égalité devant la loi entre les salariés licenciés<sup>3</sup>. Prenant acte de cette décision, le Gouvernement entendait initialement soumettre au Parlement une nouvelle version de ce barème dans la version préparatoire du projet de loi relatif au travail, à la modernisation du dialogue social et à la sécurisation des parcours professionnels ; il y a finalement renoncé dans le projet *in fine* soumis au Parlement.

C'est pourquoi **votre rapporteur général recommande d'instaurer un barème fixant un montant minimal et maximal des indemnités en cas de licenciement sans cause réelle et sérieuse**, variant en fonction de l'ancienneté du salarié et reprenant les modalités prévues par le Sénat en première lecture du vote du projet de loi relatif au travail, à la modernisation du dialogue social et à la sécurisation des parcours professionnels.

Quoique s'imposant à l'ensemble des salariés, **cet encadrement des indemnités prud'homales vaut tout particulièrement pour le secteur financier** et les emplois susceptibles d'être transférés de la *City*, compte tenu du niveau élevé des rémunérations et du caractère cyclique de l'activité.

**Recommandation n° 14 :** instaurer un barème encadrant les indemnités prononcées par le juge en cas de licenciement sans cause réelle et sérieuse, afin de garantir davantage de prévisibilité aux employeurs.

S'agissant des **licenciements collectifs**, les dispositions applicables<sup>4</sup> prévoient que, pour les entreprises d'au moins 50 salariés, l'employeur est tenu de mettre en place un plan de sauvegarde de l'emploi (PSE) en cas de licenciement de dix salariés ou plus au cours d'une même période de trente jours. Il s'ensuit en particulier des obligations renforcées, notamment pour l'accompagnement des salariés. Le seuil de dix salariés licenciés durant

<sup>1</sup> Article 21 de la loi n° 2013-504 du 14 juin 2013 relative à la sécurisation de l'emploi.

<sup>2</sup> Loi n° 2015-990 du 6 août 2015 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques.

<sup>3</sup> Décision n° 2015-715 DC du 5 août 2015, cons. 148 à 153.

<sup>4</sup> Art. L. 1233-61 du code du travail.



trente jours s'apprécie quelle que soit la taille de l'entreprise, au-delà de cinquante salariés.

Quoique ces dispositions résultent en partie d'un encadrement par le droit de l'Union européenne<sup>1</sup>, **des règles mieux proportionnées ont été définies dans d'autres États membres.**

Tel est notamment le cas en Allemagne, où des seuils progressifs en fonction du nombre d'employés de l'entreprise s'appliquent, soit le licenciement, dans un même délai de trente jours :

- de plus de 5 personnes dans les établissements comprenant entre 20 et 59 salariés ;

- d'au moins 10 % ou de plus de 25 employés dans les établissements comprenant entre 60 et 499 salariés ;

- et d'au moins 30 employés dans les établissements de plus de 500 salariés.

De fait, le seuil à partir duquel s'ouvrent les obligations renforcées d'accompagnement est deux fois plus élevé en Allemagne qu'en France pour une entreprise de 200 salariés, trois fois pour une société de 500 salariés.

Aussi, une meilleure **adaptation de ces exigences à la taille de l'entreprise** pourrait être recherchée.

---

<sup>1</sup> Directive 98/59/CE du Conseil du 20 juillet 1998 concernant le rapprochement des législations des États membres relatives aux licenciements collectifs.

Version provisoire

**EXAMEN EN COMMISSION**

Version provisoire

Version provisoire