

COMPÉTITIVITÉ  
DE LA PLACE  
DE PARIS

NOVEMBRE 2016

LIVRE BLANC



## Sommaire

Préface d'Yves Perrier	2
Éditorial de Didier Le Menestrel	3
La place de Paris en 2025 : le <i>hub</i> d'un marché unifié de 500 millions d'euro péens	4
L'érosion de la croissance depuis 2008	5
Une ambition, 3 orientations stratégiques	7
Annexe : 10 solutions concrètes	17



## Préface d'Yves Perrier

Président de l'AFG

En confiant la rédaction d'un Livre Blanc sur la compétitivité de la Place de gestion française à Didier Le Menestrel, Président de la commission "compétitivité" de l'AFG et patron de La Financière de l'Echiquier – l'une des premières sociétés de gestion indépendantes en France –, le comité stratégique de l'AFG savait que son expérience de terrain et sa vision de long terme permettraient de faire émerger des propositions claires et concrètes.

Pour la gestion d'actifs, la "feuille de route" qu'il trace est à la fois ambitieuse et réaliste. Elle insiste à raison sur les **grands atouts de la gestion française** qu'il convient de rappeler régulièrement et de valoriser, et pas uniquement auprès des décideurs publics. Cela est encore plus vrai hors de nos frontières, comme l'a montré le groupe de travail FROG, initié par l'AMF et auquel l'AFG apporte son plein appui. C'est pour cette raison que nous avons décidé de renforcer la promotion internationale de la gestion française en créant notamment une fonction d'"ambassadeur" qui portera hors de l'Hexagone un message positif et offensif dans les enceintes professionnelles, auprès des medias spécialisés et des investisseurs. C'est aussi à ce titre que nous agissons davantage en interaction avec les autres parties prenantes de l'écosystème : associations d'épargnants, distributeurs, dépositaires, groupes professionnels, infrastructures de marché... afin de créer un véritable alignement des acteurs de la Place financière de Paris.

Le Livre Blanc de Didier Le Menestrel se situe dans le temps de l'investissement de long terme et défriche **les prochains territoires de notre engagement collectif**. Sur le plan réglementaire et fiscal naturellement, car le régime stable et incitatif qu'il appelle de ses vœux est une condition sine qua non de notre développement et de la confiance des investisseurs. Sur celui des modes de gestion et de commercialisation aussi, où nous devons adapter en permanence nos offres de solutions d'épargne et d'investissement aux besoins de nos clients et enrichir nos gammes d'investissement en titres financiers mais aussi, de façon croissante, en actifs réels. Je le rappelle, la gestion d'actifs joue **un rôle clé et croissant au carrefour des circuits financiers** entre, d'une part, les épargnants soucieux de préserver leur patrimoine financier et les investisseurs en quête de rendement et, d'autre part, les entreprises à la recherche de financement.

Enfin, ce Livre Blanc ouvre quelques pistes tout à fait innovantes à l'échelle nationale avec la création de zones franches qui permettraient à nos métiers de participer au développement de territoires peu favorisés, comme en matière européenne avec l'instauration d'un code ISIN européen ".eu" pour les fonds conformes aux directives conférant un "passeport".

La période qui s'ouvre est cruciale. Les marchés financiers vont rester difficiles, le Brexit amène à repenser la nature du projet européen et l'échéance présidentielle française relance la réflexion sur nos nouveaux modèles de croissance.

Portées par la profession et son écosystème en France et en Europe, les **recommandations opérationnelles** de ce Livre Blanc contribuent aux débats importants qui s'annoncent et aux choix qui en résulteront.

Les sociétés de gestion d'actifs réunies au sein de l'AFG ont toutes en commun un état d'esprit entrepreneurial, déterminé et responsable. Les propositions présentées ici seront complétées, dans les mois à venir, par des propositions portant sur le financement des PME/ETI, sur la fiscalité de l'épargne et sur le développement de l'épargne-retraite, un thème sur lequel Didier Le Menestrel insiste à juste titre.



## Éditorial de Didier Le Menestrel

Président de la mission compétitivité de l'AFG,  
président-fondateur de La Financière de l'Echiquier

Derrière chaque entreprise, chaque projet, il y a des hommes, des idées, des capitaux. Et l'envie d'entreprendre, d'apporter sa pierre à l'édifice. Depuis la création du statut de société de gestion de portefeuille en 1990, la gestion d'actifs française a connu un formidable essor et signé de belles réussites entrepreneuriales dans un domaine où tout restait à inventer. Elle s'est développée en bâtissant des ponts entre les épargnants et les entreprises, dans l'intérêt général. Forcée avec passion et pragmatisme au fil de l'eau, l'industrie de la gestion renferme aujourd'hui encore **de prodigieux gisements de créativité et d'innovation. Et demain ?**

J'appartiens à cette génération spontanée d'entrepreneurs qui a contribué à la croissance de la gestion d'actifs en France, la créant de toutes pièces au gré des crises et des progrès. Depuis 25 ans, toujours avec la même soif d'engagement, je construis des liens et fais de mon mieux pour valoriser l'épargne des Français, aux côtés d'entrepreneurs passionnants et mobilisés. Aujourd'hui, cette première génération de bâtisseurs doit faire face à de nouveaux enjeux collectifs d'envergure.

La mobilité des talents, la numérisation et la financiarisation de l'économie, les mutations de l'emploi nous lancent d'immenses défis et un impératif : s'affranchir des idéologies, **rester agiles, libres d'innover**. Pour avancer, pour inventer et participer à la bataille de la création de valeur engagée à l'échelle planétaire, notre pays a besoin de prise de risque, d'énergie et de création de richesse. L'impératif d'innovation se conjugue au **défi de la compétitivité** dans un secteur à haute technicité, un monde qui n'a d'autres frontières que celles érigées par des réglementations locales qui freinent la croissance au détriment de tous les Français.

Dans une France fragilisée et distancée au cœur d'une Europe attractive<sup>1</sup> et d'un monde en mutations aussi profondes qu'irréversibles, la qualité de service – garante de pérennité – fournie par la gestion d'actifs à ses clients, ses talents parmi les mieux formés du monde, sa recherche mathématique et quantitative, ses jeunes pépites et ses FinTech reconnues dans le monde entier, son esprit de conquête sont autant d'atouts distinctifs pour notre économie.

Mon engagement pour la place de Paris est de même nature que celui qui m'a permis de forger au fil du temps l'aventure entrepreneuriale qui est la mienne : exigeant, avec l'envie de partager et de transmettre à la communauté ce qu'elle a pu m'apporter.

J'aurai à cœur de fédérer toutes les énergies disponibles autour d'un même projet ambitieux : mobiliser l'épargne au service de la croissance et de l'économie.

Les métiers de l'épargne ont de beaux jours devant eux. La France aurait tort de ne pas miser sur l'intelligence collective et ces singuliers talents français.

---

<sup>(1)</sup> Baromètre de l'attractivité, La France distancée, *Ernst & Young*, mai 2016.

## La place de Paris en 2025 : le *hub* d'un marché unifié de 500 millions d'européens

Pour doter la France d'une marine puissante, Colbert fit planter en 1670, dans la forêt de Tronçais, un million d'arbres, dont les troncs et les branches devaient fournir à l'industrie navale une matière première de qualité deux siècles plus tard. Emprunter les sentiers de l'anticipation, c'est repousser l'horizon et tracer un chemin. Celui que l'AFG entend ouvrir crée les conditions favorables au renforcement de la compétitivité de notre place financière d'ici 2025.

Notre ambition s'énonce clairement : à l'horizon de la décennie à venir, nous voulons **hisser la place de Paris au rang de référence de l'Europe continentale**. La Place possède **de substantiels atouts pour devenir le *hub* d'un marché unifié de 500 millions d'européens**. Au cœur d'une région concentrant 28 % du PIB français, véritable creuset intellectuel, scientifique et financier, elle bénéficie d'un écosystème diversifié performant, et d'une industrie financière – la gestion d'actifs en particulier – de niveau mondial, qui draine un bassin d'épargne comme il en existe peu en Europe.

**Filière d'excellence et industrie stratégique**, la gestion d'actifs contribue à la vitalité économique de la France : avec plus de 630 sociétés de gestion, dont 4 dans le top 20 mondial, elle gère 3 600 milliards d'euros d'actifs – sur 21 000 milliards d'euros en Europe – génère 85 000 emplois, et participe au dynamisme d'une industrie financière forte de plus d'un million de personnes. Portée par des professionnels dont les compétences sont recherchées dans le monde entier, fondée sur l'innovation et une culture mathématique de notoriété mondiale, la gestion française se distingue également par un sens de la fiducie incomparable. **À l'heure où se met en place l'Union des marchés de capitaux (UMC)** en Europe, ces atouts sont autant d'avantages comparatifs.

S'appuyer sur une gestion d'actifs compétitive, c'est renforcer l'impact d'une industrie innovante sur l'économie réelle – une industrie à fort potentiel de croissance qui dispose de multiples atouts mais qui reste bridée par une fiscalité instable et des contraintes réglementaires trop lourdes. Notre objectif est de contribuer à réaffirmer son leadership dans la gestion comme dans la distribution ; *a minima*, de lui donner les moyens d'affronter à armes égales la concurrence, notamment celle du Luxembourg et de l'Irlande.

La quête de la compétitivité n'est pas une fin en soi. Le renforcement de l'attractivité de la place de Paris ne répond pas seulement à un enjeu de Place. Il répond à des enjeux collectifs de croissance. Renforcer la gestion d'actifs, c'est contrer les risques de délocalisation d'emplois à haute valeur ajoutée, préserver une dynamique d'innovation, mais aussi la stabilité financière, la souveraineté économique et l'influence de la France, notamment celle de son régulateur. La priorité que nous donnons au renforcement de l'attractivité de la place de Paris s'inscrit à la fois dans une vision de court terme et un horizon de long terme, afin de saisir les opportunités de croissance future. Les mesures concrètes que nous préconisons se traduiront par des effets notables immédiats, qui irrigueront non seulement la gestion d'actifs et l'industrie financière française mais aussi l'ensemble de l'économie. S'inscrivant dans la perspective de l'UMC, elles seront bénéfiques à l'essor économique européen.

La réalisation d'une telle ambition exige une mobilisation concertée et résolue de toutes les parties prenantes. Elle requiert aussi une forte volonté des pouvoirs publics pour mettre en œuvre un éventail de mesures d'ajustements de la réglementation et de réformes fiscales.

Les propositions avancées dans ce Livre Blanc pourront contribuer à accroître la distribution des fonds français à l'étranger et la compétitivité de la gestion française. Elles créent **des opportunités d'investissement de long terme**, permettent d'ajuster les flux d'épargne aux besoins des entreprises et de l'économie. L'adoption rapide de l'ensemble de ces mesures permettra d'aborder le véritable défi de ce 21<sup>e</sup> siècle : **le défi des retraites** pour 500 millions d'européens.

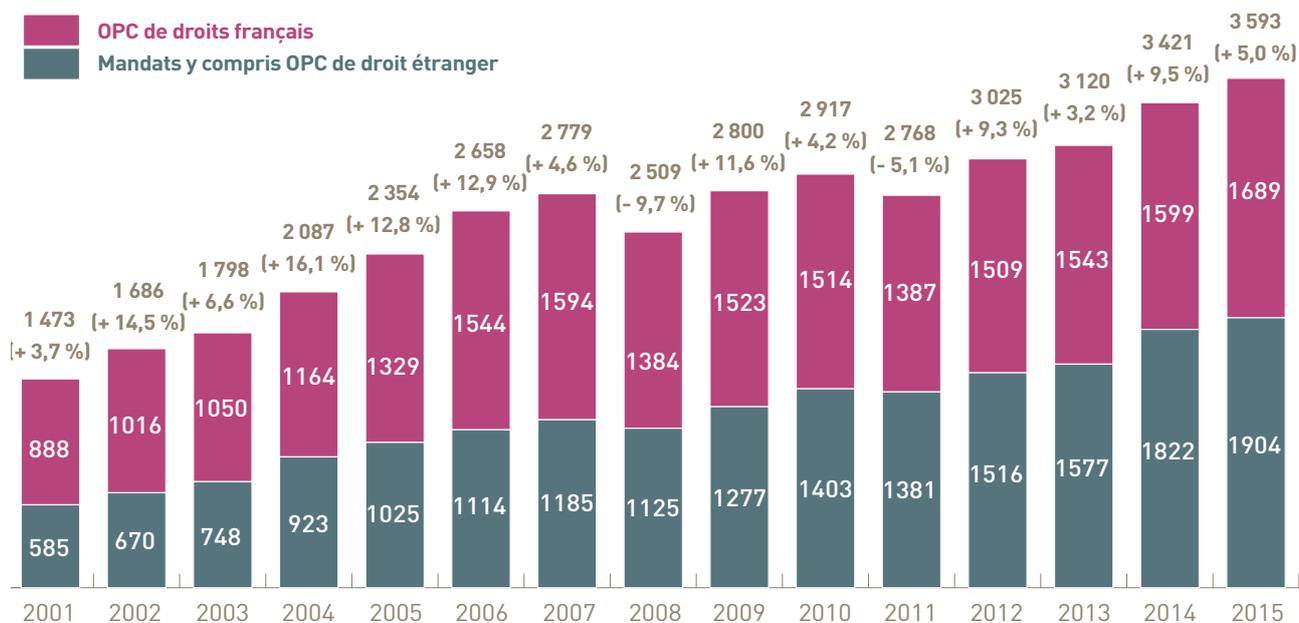
## L'érosion de la croissance depuis 2008

Avec 3 600 milliards d'euros d'encours en 2015 – près de deux années de PIB – la gestion d'actifs française est une industrie puissante, créatrice de valeur ajoutée pour l'ensemble de la sphère financière. Depuis 20 ans, les actifs gérés ont été multipliés par 2,5.

Bénéficiant d'une réglementation adaptée, l'industrie de la gestion a forgé au fil du temps des savoir-faire sans cesse renouvelés et une expertise des métiers de la gestion, de la conservation et de la distribution (modèle CSD) de notoriété mondiale. Son développement a été favorisé par l'abondance de l'épargne des Français, dont le taux d'épargne traditionnellement élevé autour de 15,5 % est supérieur au taux moyen de la zone euro (12,7 %). Cette épargne reste cependant peu tournée vers les actifs financiers et se caractérise par l'importance des placements à faible risque comme les monétaires ou le livret A. Cette épargne à faible risque représente près de 80 % de l'épargne financière des Français (4 258 milliards d'euros en 2014, soit deux fois le PIB) correspondant elle-même à 40 % d'un patrimoine net estimé à 10 000 milliards d'euros<sup>2</sup>. Cette singularité nationale, sur laquelle s'est bâtie l'excellence de la gestion française, explique la vigueur de l'impact de la crise de 2008, dont l'onde de choc a affecté la dynamique de l'ensemble de l'écosystème.

Depuis 2008, la croissance de l'industrie de la gestion s'érode. Fin 2015, alors que l'encours des fonds européens (annualisé depuis 2008) est en progression de 11,9 %, le taux de croissance de la gestion française se limite à 5,3 %. Longtemps leader en Europe, la gestion française est aujourd'hui le deuxième marché européen avec **20 % de parts de marchés**, mais loin derrière le Royaume-Uni qui concentre 37 % des parts de marché<sup>3</sup>. Cette érosion est générale, et concerne aussi bien les investisseurs institutionnels que particuliers.

### Actifs gérés pour compte de tiers sur le marché français (en milliards d'euros)

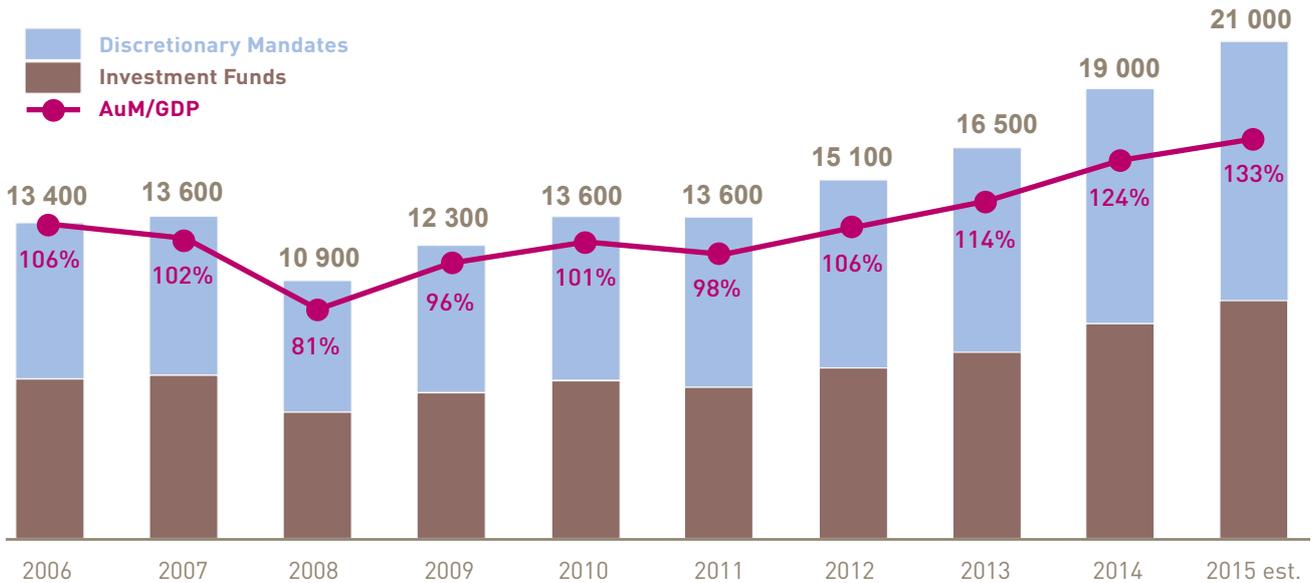


Source : AMF/ BDF/ Calculs AFG

<sup>(2)</sup> Étude Banque de France, 2015.

<sup>(3)</sup> Avec 6 100 milliards d'euros d'actifs sous gestion, le Royaume-Uni est l'un des plus importants marchés du monde, avec les États-Unis. L'Allemagne, le Royaume-Uni, la France détiennent 67 % des actifs gérés en Europe. Asset Management in Europe, EFAMA, juillet 2015.

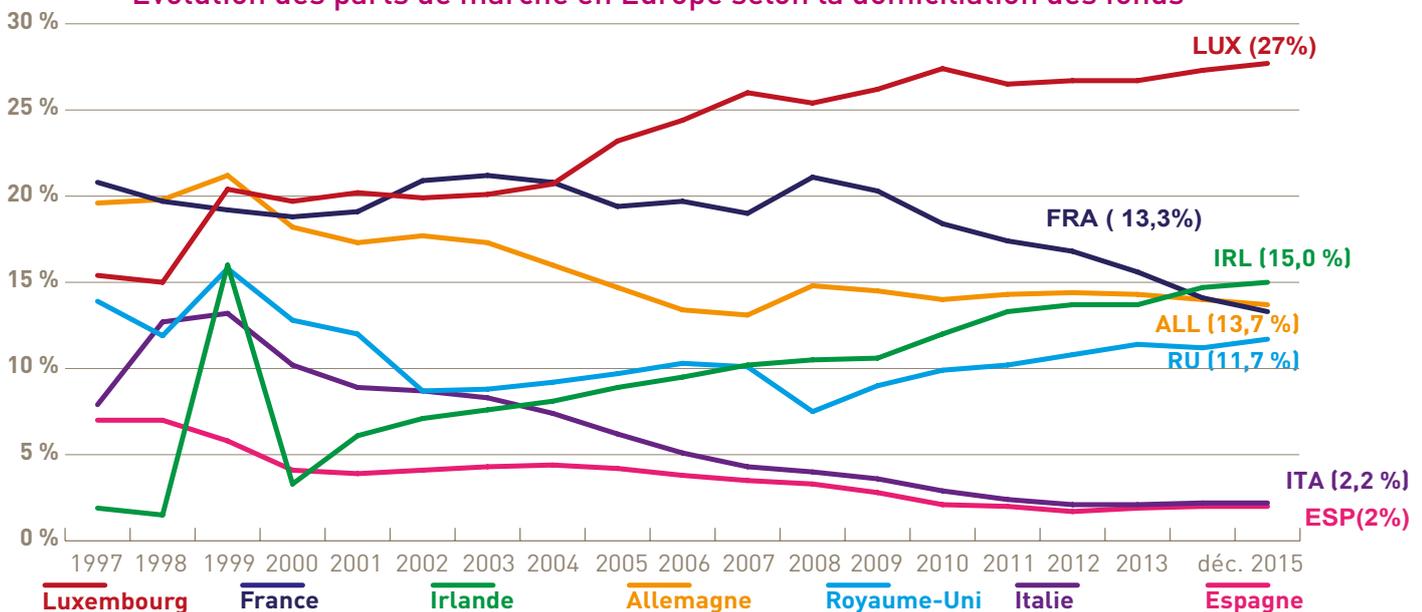
## Évolution des encours sous gestion en Europe (en milliards d'euros)



Source : EFAMA, octobre 2016

Cette atonie française se reflète particulièrement dans l'évolution du marché de la domiciliation des fonds – un métier méconnu mais essentiel au dynamisme d'une Place financière moderne. L'évolution des parts de marché selon la domiciliation des fonds depuis 20 ans démontre clairement l'envol spectaculaire de la Place du Luxembourg qui a destitué la France de son leadership.

## Évolution des parts de marché en Europe selon la domiciliation des fonds



Source : EFAMA, AFG

L'Irlande ou le Luxembourg, des places dépourvues à la fois de bassins d'épargne et d'expertise de la gestion d'actifs, ont su s'imposer comme des "hub" d'exportation, y compris hors d'Europe, en s'appuyant sur des domaines à haute technicité – distribution de fonds, dépositaires, *prime broker*... Leur industrie financière connaît aujourd'hui un essor significatif. Le Luxembourg a, par exemple, établi en l'espace de quinze ans sa suprématie en termes de domiciliation avec 27 % de parts de marché, devant l'Irlande (15 %) et l'Allemagne (13,7 %), la France occupant désormais la 4<sup>e</sup> place (13,3 %) <sup>4</sup>.

<sup>(4)</sup> EFAMA

Ce rapide état des lieux permet d'identifier les écueils actuels et les défis émergents qui s'imposent à la gestion d'actifs française. La création d'une place compétitive et attractive appelle des évolutions institutionnelles et réglementaires significatives, afin de donner à la gestion française les moyens d'anticiper les grandes mutations à venir : la révolution technologique, le financement des retraites, la désintermédiation financière.

La capacité à développer les conditions de la réussite est l'enjeu majeur d'une nouvelle attractivité de la place de Paris. L'avenir de la gestion d'actifs dépend de son agilité et de sa capacité à capter les nouvelles opportunités. Il dépend aussi de notre capacité à attirer les talents et les investisseurs en leur offrant un environnement stable, diversifié et opérationnel.

L'érosion relative et conjoncturelle de la croissance de la gestion d'actifs constitue un signal d'alerte. Toute crise a ses vertus : pour les Grecs anciens, comme en médecine, elle est le temps des choix décisifs et de l'action. La place de Paris se mobilise pour saisir le *kairos*, le moment opportun pour agir et devenir le pôle le plus attractif d'Europe continentale.

La suppression des contraintes techniques et les ajustements réglementaires proposés sont des mesures simples à adopter. Il y a urgence : notre pays dispose des compétences et d'une capacité d'innovation dans un secteur stratégique, comme en attestent les très prisées FinTech françaises, et s'expose, en l'absence de mesures, à des risques de perte d'influence et d'emplois dommageables.

## Une ambition, 3 orientations stratégiques

À la lumière de ces constats, l'AFG propose trois orientations stratégiques pour dynamiser la place de Paris :

- stimuler l'épargne longue et diversifier le patrimoine des Français. La création d'**un produit d'épargne-retraite individuel** innovant qui s'inscrit dans le débat européen en sera le fil rouge. Crucial, il répond à un enjeu de société (piste 1) ;
- définir un autre modèle fiscal (piste 2). Toute initiative des pouvoirs publics en faveur d'une réelle stabilité renforcera l'**attractivité de notre écosystème** (piste 3) ;
- déployer **une communication offensive et pérenne** en mutualisant les moyens (piste 4).

### Résumé des recommandations :

- Développer un produit individuel d'épargne-retraite paneuropéen
- Définir un cadre clair et sécurisé à la titrisation
- Créer une zone franche pour l'industrie de la finance
- Instituer une clause de la fiscalité de l'épargne la plus favorisée
- Assouplir les contraintes Solvabilité II
- Accroître la visibilité des fonds d'investissement français et utiliser de nouveaux modèles de distribution

## **Piste 1 : épargne longue et patrimoine des Français**

Selon une récente étude du groupe Citi<sup>5</sup>, les engagements en matière de pensions de retraite sont, en Europe, deux fois plus élevés que la dette nationale. Et sur 20 pays de l'OCDE, le niveau moyen des engagements non provisionnés atteint 190 % du PNB. La défaillance de nos systèmes de retraite par répartition est inéluctable et pourrait menacer le pacte social si rien n'était entrepris. Les besoins de financement des retraites, estimés aujourd'hui à 0,7 point de PIB, s'aiguiseront inéluctablement au fil du temps. La publication annuelle du montant des engagements de pension non financés serait une mesure pertinente et simple à adopter afin de déterminer l'ampleur des besoins.

Les atouts de la gestion française, mêlant puissance de l'épargne, notoriété de l'expertise et talents diversifiés, sont nombreux. Mais disposer de bonnes cartes ne suffit pas. Encore faut-il pouvoir drainer l'épargne vers le long terme. Pour la mobiliser au service de la croissance et de la valorisation de l'épargne des particuliers, de nouveaux outils d'épargne sont nécessaires. La création de produits d'épargne-retraite individuels et exportables fait écho à la réflexion amorcée au niveau européen. Le Livre Blanc<sup>6</sup> consacré à l'épargne-retraite que publiera l'AFG en précisera les contours.

Cette nouvelle génération de produits constitue une opportunité pour la gestion d'actifs et l'assurance françaises. Notre industrie doit se préparer à la gestion de la retraite de quelque 500 millions d'euro.

### **Solution n° 1 : un produit individuel innovant dédié à l'épargne-retraite**

La gestion d'actifs dispose de tout le potentiel pour résoudre l'équation des retraites et être le fer de lance de la transformation des mentalités : le temps de la responsabilisation individuelle est venu. La réflexion amorcée au niveau européen trace le chemin. La gestion française dispose d'une fenêtre d'opportunité pour déployer des solutions nouvelles d'épargne-retraite, individuelles, bénéfiques à notre pays et à l'Union européenne.

La France est l'un des derniers pays d'Europe à s'abstenir d'adopter des mesures suffisantes pour protéger les pensions de retraites. Seul un système d'épargne-retraite alternatif peut garantir la pérennité des retraites des Français qu'il convient de sensibiliser au plus vite à cet enjeu. Placer la retraite au cœur des débats aura pour vertu d'éveiller les consciences et d'étoffer la culture financière des Français. Une belle occasion de faire souffler un vent de dynamisme sur l'ensemble des métiers de la gestion et du conseil financier en France.

#### **La voie de l'épargne individuelle**

L'épargne individuelle est le seul moyen de garantir la pérennité et l'équité des retraites. Des exemples venus d'ailleurs, du Danemark (qui a épargné l'équivalent de 3 PIB national) au Canada, associant régime obligatoire par répartition et régime complémentaire de capitalisation individuel, démontrent l'efficacité de ce choix.

Notre système de retraite est le fruit de l'Histoire, de choix culturels et politiques. Conçu il y a plus de 70 ans et fondé sur la solidarité intergénérationnelle, il est aujourd'hui proche de l'asphyxie et en grande difficulté. Vieillesse de la population, augmentation de l'espérance de vie, hausse du chômage, révolution numérique : tous ces paramètres affectent notre modèle bâti essentiellement sur la répartition et déséquilibrent les comptes publics. La part des dépenses publiques pour la retraite s'élève en effet à 13,7 % de notre PIB alors que les pays de l'OCDE y consacrent en moyenne 7,2 %.

---

<sup>(5)</sup> The coming pensions crisis, mars 2016.

<sup>(6)</sup> Publié fin 2016.

« *Qui veut la bonne eau aille aux bonnes fontaines* ». La gestion d'actifs a toutes les ressources nécessaires à portée de main pour résoudre ce problème français, au premier rang desquelles des flux d'épargne foisonnants. Cette épargne pâtit cependant de faiblesses : alors que notre taux d'épargne (16 %) est l'un des plus élevés d'Europe<sup>7</sup>, les deux tiers du patrimoine des Français, estimé à 10 000 milliards d'euros – soit l'équivalent de près de 5 années du PIB – sont investis dans l'immobilier. L'assurance-vie atteint quant à elle 1 530 milliards d'euros, un montant inégalé en Europe qui a triplé ces quinze dernières années. Positive, la croissance récente de l'investissement dans les unités de compte dans les assurances-vie n'est cependant pas une solution d'épargne allouée spécifiquement à la retraite.

Pour orienter les flux d'épargne vers le financement des retraites, il est nécessaire de créer de nouveaux instruments d'épargne, basés sur le volontariat et exclusivement dédiés à cet objectif. Dans le débat idéologique sans fin qui oppose dans notre pays la capitalisation à la répartition, cette solution permettrait de concilier ces deux systèmes. **Le compte individuel de retraite** s'ajoutera au système public par répartition, à l'assurance-vie et aux dispositifs communautaires déjà mis en place. Investi en actifs finançant les entreprises (actions, obligations, OPCVM), il favorisera de plus la réorientation du capital vers l'économie, la croissance et l'emploi. Cette solution constituerait un premier pas décisif vers une Union des Marchés de Capitaux efficiente.

La création d'un produit innovant s'inscrit dans le sillage de la réflexion des pouvoirs publics dont les grandes lignes sont dessinées par la loi Macron puis la loi Sapin 2. La création d'une nouvelle génération de produits épargne-retraite individuel s'inscrivant dans le débat européen<sup>8</sup> nécessite d'ajuster le cadre réglementaire. Des contrats gérés par l'assurance – à hauteur de 150 milliards d'euros – sont contraints par des normes prudentielles exigeantes et dissuasives. Dans son prochain Livre Blanc consacré à l'épargne-retraite, l'AFG ouvrira des voies d'améliorations et précisera les évolutions du cadre juridique et fiscal nécessaire au développement de l'épargne longue, collective et individuelle.

## **Solution n° 2 : assouplissement des contraintes de Solvabilité II pour les actifs de long terme**

La gestion d'actifs est freinée par un cadre prudentiel qui limite la diversification et la prise du risque et pénalise certaines classes d'actifs, notamment les actions, cotées ou non, des PME et ETI ou les véhicules de titrisation<sup>9</sup>. Notre écosystème souffre en effet de rigidités qui agissent comme autant de freins pour les secteurs de la banque et de l'assurance. Encouragée par la régulation assurantielle, notre épargne finance l'obligataire et ne joue pas suffisamment son rôle d'optimisateur de croissance. La récente initiative du ministère de l'Économie le confirme : la directive européenne Solvabilité II permet de définir un cadre prudentiel *ad hoc* pour les régimes de retraites, rappelant que « *130 milliards d'euros pourraient être réorientés vers de tels véhicules, ce qui permettrait de dégager une capacité de financement en fonds propres de l'ordre de 15 à 20 milliards* ».

L'AFG se félicite des avancées prévues par le projet de loi Sapin 2, dont l'article 33 prévoit notamment « *une réforme du régime prudentiel des activités de retraite professionnelle supplémentaire et la modernisation de certains dispositifs de retraite complémentaire à adhésion individuelle* ». L'adaptation du régime prudentiel permettra, en desserrant les contraintes d'allocation, de diversifier les actifs et de les orienter davantage vers le financement des entreprises. Une belle occasion de fertiliser le terreau des entreprises françaises et de conquérir des parts de marché. Il faudra aller plus loin, et peser pour que la directive Solvabilité II elle-même soit modifiée.

---

<sup>(7)</sup> Banque de France 2015.

<sup>(8)</sup> PEPP, annoncé en 2015.

<sup>(9)</sup> 25 recommandations pour une UMC axée sur l'investissement et le financement – Fabrice Demarigny.

Souhaitons que cette initiative rencontre le succès et permette d'approfondir la réflexion sur ces sujets trop peu abordés depuis la crise de 2008.

### Piste 1 : épargne longue et patrimoine des Français

- Solution n° 1 : créer un produit individuel dédié à l'épargne-retraite
- Solution n° 2 : assouplir les contraintes de Solvabilité II

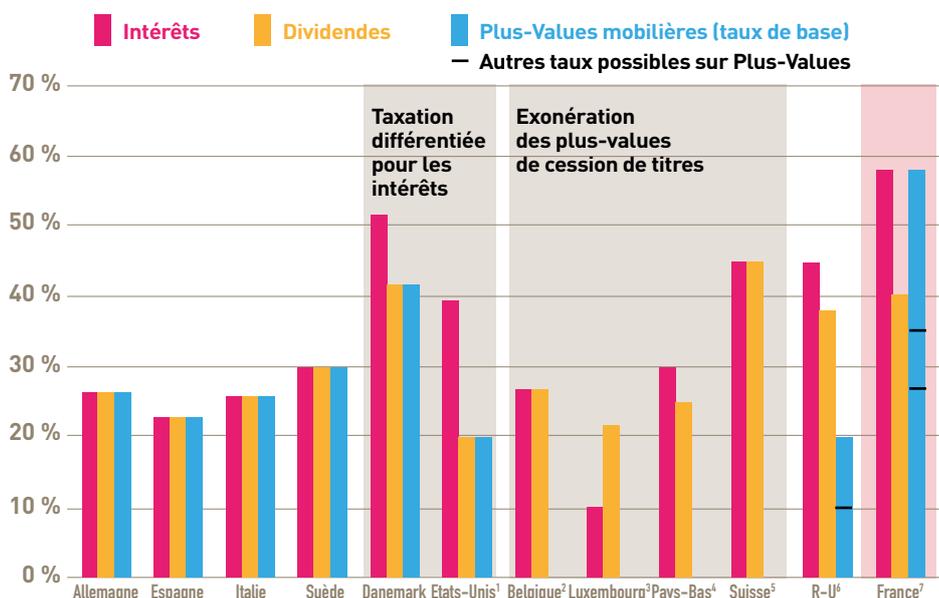
### Piste 2 : un cadre fiscal stabilisé et durable

Fer de lance de la mondialisation, la finance se joue des frontières. En France, la fiscalité fait pourtant amplement abstraction de cette réalité, prise en compte par d'autres États. Plus attractive pour les produits les moins risqués et les moins longs, elle pénalise en revanche lourdement l'épargne en actions, plus risquée. Marqué par la culture de la rente, notre pays exerce de plus des niveaux de prélèvements – les plus élevés d'Europe – qui pénalisent investisseurs particuliers et entreprises. Les choix récents de la France accentuent encore sa singularité et son retard par rapport à des pays tels que l'Allemagne, l'Espagne, l'Italie, la Norvège ou encore le Royaume-Uni, qui ont adopté des mesures incitatives, de nature à dynamiser la contribution de leur secteur financier à l'économie.

Remettre notre fiscalité à l'endroit afin de ne plus encourager l'esprit de rente, entretenu depuis des décennies, et favoriser la prise de risque et l'épargne longue, tout en garantissant la stabilité du cadre fiscal permettra également de donner à la France les moyens d'attirer l'épargne internationale et de la gérer sur son territoire. Élément essentiel de l'attractivité d'un territoire, la fiscalité impacte directement notre compétitivité : la suppression des mesures fiscales dissuasives est envisagée à la fois pour les particuliers et les entreprises.

Favoriser la prise de risque sur le long terme est la première des priorités. La mise en œuvre d'une fiscalité attractive pour les produits longs et risqués – bénéfique au financement des entreprises et à la croissance – est un préalable indispensable à la mise en place d'un produit de retraite paneuropéen.

### Fiscalité de l'épargne comparée – Taux marginaux d'imposition (2016)



Source : AMAFI

- (1) Aux États-Unis, exonération des plus-values pour les contribuables imposés à l'IR à 15 % ou moins. Dividendes et plus-values long-terme taxés à 20 % pour les plus imposés et taxation à 15 % pour les autres. Intérêts taxés au barème IR (jusqu'à 39,6 %).
- (2) En Belgique, les plus-values sont taxées si elles ne sont pas issues de la gestion normale du patrimoine privé (16,5 %) : par ailleurs, un taux spécial de 33 % s'applique désormais aux plus-values court-terme dites "spéculatives".
- (3) Au Luxembourg, l'exonération concerne les plus-values non spéculatives (> 6 mois) générées lors de l'aliénation d'une participation substantielle (< 10 %) : le taux progressif de l'IR s'applique dans les autres cas (après abattement de 50 % pour les participations substantielles non spéculatives).
- (4) Aux Pays-Bas, exonération des plus-values sauf plus-values sur participation substantielle.
- (5) En Suisse, exonération des plus-values en principe sauf plus-values professionnelles taxées au barème progressif de l'IR après abattement de 50 %.
- (6) Au Royaume-Uni, un taux réduit est accordé pour les gains qui ne dépassent pas un certain seuil ainsi que pour quelques situations particulières.
- (7) En France, la taxation des plus-values diminue avec la durée de détention des titres (disposition complexe d'abattement).

À la lumière d'une analyse comparative à l'échelle européenne, l'exception française apparaît nettement : dans la plupart des pays européens, les taux d'imposition du capital dépassent rarement 30 %.

L'exonération totale des plus-values, comme en Belgique ou en Suisse, et la suppression de l'ISF seraient d'heureuses initiatives. On notera aussi la mise en place par certains pays, à l'image du Danemark (depuis 1987) ou de la Suède (depuis 1991) d'une taxe libératoire à taux unique ("*Flat Tax*") sur les revenus de l'épargne. Notre propos se concentre toutefois sur une réflexion approfondie sur les ajustements à apporter pour instaurer une fiscalité en faveur de la prise de risque. Cette réflexion se focalisera sur une idée directrice, le couple durée d'engagement / risque : **la taxation sera d'autant plus faible que le risque pris s'inscrit sur longue période**. La solution clé est la refonte complète de la fiscalité de l'épargne, selon un objectif clair : favoriser l'investissement dans les entreprises au détriment des produits de rente privilégiés aujourd'hui par les Français.

**Le développement de l'éducation financière** constitue en parallèle une piste complémentaire pertinente. Il est impératif de sensibiliser les épargnants sur les bénéfices de la prise du risque et les vertus de l'épargne longue. Les enjeux d'une éducation financière précoce ont notamment été compris au Royaume-Uni, qui a déployé un vaste programme national d'éducation financière<sup>10</sup> prioritaire au sein des écoles britanniques.

Des mesures de compétitivité, à effet quasi immédiat, permettront également d'alléger la pression fiscale qui handicape les entreprises françaises afin de les placer en situation plus équitable face à la concurrence.

### **Solution n° 3 : instituer une « clause de la fiscalité de l'épargne la plus favorisée »**

La persistance d'une exception française au sein d'un marché européen où coexistent des disparités notables fausse les règles du jeu au détriment de notre industrie. La révision de notre positionnement à l'égard des textes européens sera décisive. La France peut, comme le font d'autres régulateurs, retenir l'interprétation la plus favorable possible de la réglementation européenne, et faire bénéficier l'épargne longue et les placements en titres d'entreprises de la "**clause de l'épargne la plus favorisée**"<sup>11</sup>, contrairement à la situation actuelle, en calibrant la fiscalité en fonction du couple durée d'engagement / risque.

### **Solution n° 4 : supprimer la taxe sur les salaires, unique en Europe**

En France, le taux de l'impôt sur les sociétés est le plus élevé d'Europe (36 % contre 23 % en moyenne dans l'Union européenne). Le Royaume-Uni a prévu d'abaisser le taux de l'impôt sur les sociétés à 17 % : cette mesure accentuera encore les disparités en Europe, au détriment, une fois encore, de notre pays. Ce prélèvement s'ajoute aux cotisations sociales et patronales sensiblement plus élevés que chez nos principaux concurrents ainsi qu'à une autre exception française : la taxe sur les salaires.

---

<sup>(10)</sup> Financial Services Authority – 11,5 millions de livres (16 millions d'euros) investis dans les écoles.

<sup>(11)</sup> Livre Blanc Paris Europlace pour la campagne présidentielle, mars 2012.

Créée à titre provisoire en 1948, cette taxe est un “sérieux handicap qui dégrade la compétitivité française”<sup>12</sup> et encourage la délocalisation des emplois. Impôt progressif assis sur la masse salariale touchant les entreprises collectant peu ou pas de TVA, principalement les secteurs financier et hospitalier, cette taxe exigible lorsque l’employeur est domicilié ou établi en France, s’ajoute aux autres cotisations sociales. Son coût est estimé à 6 000 euros par emploi et par an. Selon une récente étude menée par l’AFG<sup>13</sup>, la taxe renchérit le coût de la rémunération brute de plus de 13 % pour les sociétés de gestion de portefeuille (SGP).

Cette contrainte fiscale, accentuée par la loi de Finances pour 2013 qui a introduit une nouvelle tranche à 20 %, est sans équivalent en Europe. À l’heure où la gestion financière est particulièrement mobile, cet héritage historique, maintenu après la généralisation de la TVA en 1968, obère indéniablement la compétitivité de notre industrie.

La suppression de cette exception française, ou *a minima* la réduction drastique de son champ d’application et de son taux, générera des recettes fiscales liées à la croissance de l’activité de gestion (compensant ainsi largement le manque à gagner de l’État).

Pourquoi ne pas aller plus loin et créer un choc de perception, en adoptant des mesures phares envoyant un signal positif ?

## **Solution n° 5 : créer des zones franches pour l’industrie de la finance**

Face à la délocalisation des talents et des moyens techniques et administratifs, une autre solution pragmatique serait de créer **des zones franches dans l’Est de la France et en région parisienne**, permettant de combattre la concurrence accrue de places étrangères, notamment celle du Luxembourg, en termes de domiciliation et de distribution des fonds à l’international.

L’attractivité du Grand-Duché repose en grande partie sur les vertus de son écosystème performant : la stabilité fiscale, la lisibilité du cadre réglementaire et l’efficacité de son organisation administrative pragmatique et simple sont autant de paramètres qui répondent aux attentes des investisseurs étrangers. Et si l’environnement fiscal et social luxembourgeois favorise l’embauche locale d’employés administratifs, les charges salariales étant nettement inférieures, l’impôt sur les sociétés est également bien plus limité qu’en France.

La création de zones franches donnera les moyens aux entreprises françaises s’y implantant de faire face à la concurrence. Elle enrayerait également l’expatriation des compétences et des capitaux. Des dispositions favorables en matière d’impôts sur les sociétés, de contribution économique territoriale et de taxe foncière sur les propriétés bâties permettraient aux dépositaires et aux sociétés de gestion de répondre aux demandes de certains investisseurs, notamment ceux qui souscrivent des OPC de droit luxembourgeois. La création de telles zones franches, qui s’accompagnerait d’un engagement des grandes banques françaises à créer des emplois, contribuerait au dynamisme de bassins défavorisés.

Mettre un terme aux dérives d’une fiscalité complexe, illisible, inadaptée au 21<sup>e</sup> siècle peut garantir le *level playing field*, critère de choix par excellence des investisseurs étrangers. Cet atout fondamental contribuera également au développement du cercle vertueux découlant de la gestion d’actifs, et ce, au bénéfice de l’emploi et du financement des retraites.

La stabilisation d’un cadre fiscal et réglementaire rénové confèrera aux gérants d’actifs et à l’ensemble des acteurs de la place de Paris les moyens de gérer l’épargne française et de collecter les capitaux internationaux.

---

<sup>(12)</sup> Rapport de la commission des finances du Sénat, 2001.

<sup>(13)</sup> Étude menée auprès de 32 SGP gérant 1,633 milliards d’actifs – février 2016.

## Solution n° 6 : abandon de toutes les taxes spécifiques

Un préalable à la rénovation de notre cadre fiscal est requis : la suppression des taxes spécifiques à la France, et en particulier de **la Taxe sur les transactions financières** (TTF), qui procurera des gains de compétitivité.

La taxation éventuelle des souscriptions ou des rachats d'OPC serait de nature à créer une iniquité concurrentielle au détriment des fonds de droit français. La taxation éventuelle des transactions sur obligations et titres de créances négociables réduirait drastiquement le rendement des fonds obligataires et monétaires, les rendant simplement non-compétitifs.

### Piste 2 : un cadre fiscal stabilisé et durable

- Solution n° 3 : instituer une clause de la fiscalité de l'épargne la plus favorisée
- Solution n° 4 : supprimer la taxe sur les salaires
- Solution n° 5 : créer des zones franches pour l'industrie de la finance
- Solution n° 6 : abandon des taxes spécifiques et de la TTF

## Piste 3 : pour un écosystème porteur

La stabilité du cadre fiscal et réglementaire, bénéfiques aux métiers de l'épargne en général, s'accompagnera de mesures techniques, simples à mettre en œuvre, destinées à faciliter la compétitivité des fonds français. FROG – *French Routes and Opportunities Garden* – le groupe de travail initié par l'AFG et l'AMF dédié à la compétitivité de la Place, a récemment dévoilé un programme d'action spécifique à l'écosystème répondant à deux priorités : les circuits de distribution et la gouvernance des fonds.

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

Avec 27 % de parts de marché, le Luxembourg domine l'Europe en termes de domiciliation de fonds. Malgré ses atouts, la France a cédé du terrain sur un domaine d'expertise historique.

Le modèle luxembourgeois du “*Transfer Agent*” s'est imposé comme la référence pour la distribution internationale des fonds. Plus simple que le modèle français, agissant comme un “centralisateur” sur toute la chaîne d'enregistrement des fonds, il séduit les investisseurs du monde entier. Ce succès est également dû à un intense marketing imposant une “marque Luxembourg” notamment en matière de fonds UCITS<sup>14</sup>.

L'organisation française est jugée, au-delà de nos frontières, plus complexe et plus lourde. Première en Europe dans les années 90 avec 20 % de part de marché, la France ne cesse de perdre du terrain en termes de domiciliation des fonds. La complexité du modèle de règlement/livraison à la française rebute les investisseurs étrangers alors même que le modèle luxembourgeois se révèle en pratique plus onéreux que le nôtre. Même si l'harmonisation de la réglementation européenne atténue la souplesse du modèle luxembourgeois, la simplicité des modalités de souscription reste attractive.

---

<sup>(14)</sup> Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities.

Les récentes innovations de la Place portées par le groupe de travail FROG vont dans la bonne voie, grâce à des avancées significatives qui permettent à la gestion d'actifs française de se réappropriier l'acte de vente. Les modes de souscription/rachat des fonds sont modernisés et étoffés. Un catalogue complet de solutions propose désormais :

- un modèle d'ordre intermédiaire,
- le développement d'une offre commerciale de *Transfer Agent* (TA) proposée par les dépositaires français,
- le passage d'ordres directs au centralisateur (sans passer par un teneur conservateur),
- la création d'une nouvelle plateforme de fonds à la valeur liquidative d'Euronext (Euronext Fund Service Paris), un canal de souscription accessible aux OPCVM et aux fonds alternatifs.

Tous les modes de souscription/rachat de fonds sont donc désormais disponibles en France. La formation prévue des professionnels de la gestion à ces nouveaux mécanismes permettra de s'approprier ces innovations et de renforcer ainsi la compétitivité de la Place. D'une manière générale, cette offre adaptée à toutes les pratiques d'investisseurs internationaux simplifie et favorise la distribution internationale des fonds d'investissement français.

L'évolution de la gouvernance des fonds français a par ailleurs réhabilité la SICAV par la mise en œuvre d'une mesure spécifique permettant aux acteurs de transformer leurs fonds FCP en SICAV, et ainsi de renforcer la protection des intérêts des investisseurs.

La pérennité du travail commun de l'AFG et l'AMF sur ces sujets contribuera indéniablement à renforcer la compétitivité de la place de Paris et celle de la gestion d'actifs française dans son ensemble.

Le développement des nouvelles technologies – les FinTech notamment – offre des perspectives exceptionnelles. Pourquoi ne pas réfléchir, en rupture avec l'existant, aux outils de la *Blockchain* – une innovation majeure à laquelle le groupe FROG restera particulièrement attentif. Cette technologie de stockage et de transmission de l'information ouvre des possibilités de traçabilité des transactions à faible coût dans des conditions de sécurité optimale. Les champs d'exploitation de la *Blockchain* seront vastes et traverseront notamment tous les secteurs de la finance.

## **Solution n° 8 : définition d'un cadre clair pour la titrisation**

La définition d'un cadre clair et sécurisé pour la titrisation est un impératif afin que les produits utilisant cette technique puissent être offerts à tous les investisseurs, y compris les fonds UCITS.

L'AFG a été force de proposition, au côté des autres parties prenantes, pour la création des fonds de prêts à l'économie dans le code des assurances. Une initiative qui a conduit à l'adaptation des règles d'investissement des sociétés d'assurances à ces nouveaux instruments.

D'autres propositions émises par le groupe FROG, associant le régulateur, le Trésor et les autres parties prenantes contribueront à clarifier le régime de certaines opérations.

## **Solution n° 9 : un ISIN “.eu”**

Ouvrir, au sein du système international de numérotation pour l'identification des valeurs mobilières, la possibilité d'un code européen commun constituera une avancée concrète. L'utilisation de ce code ISIN – *International Securities identification* – “.eu”, pour les OPC européens soumis à une directive prévoyant une libre circulation, serait une option supplémentaire permettant de simplifier les procédures.

### **Piste 3 : pour un écosystème porteur**

- Solution n° 7 : modernisation du système de souscription et évolution de la gouvernance des fonds .fr
- Solution n° 8 : définition d'un cadre clair pour la titrisation
- Solution n° 9 : un ISIN “.eu”

### **Piste 4 : promotion**

Au défi de compétitivité s'ajoute celui de l'image et de la communication – car, bien souvent, la juste communication d'une action importe tout autant, sinon plus, que l'action elle-même. Un *challenge* essentiel à double titre :

- toutes les mesures pratiques qui pourraient être prises pour redynamiser la Place nécessiteront d'être divulguées de la bonne façon, au bon moment, aux bons interlocuteurs, afin que tous en deviennent à leur tour les meilleurs ambassadeurs ;
- l'image de l'environnement français s'est lentement mais sûrement effritée ces dernières années aux yeux des investisseurs étrangers. Pour ces derniers, la résilience, la certitude et la confiance sont de meilleurs alliés que le changement (réel ou supposé), le doute et la suspicion. La communication devra notamment gommer les *a priori* négatifs installés depuis 2008.

Dans la perspective de créer un écosystème plus accueillant pour les investisseurs du monde entier, “bien faire savoir” nécessite une communication ciblée, précise et régulière sur les forces de la Place et les mesures concrètes mises en œuvre pour en relancer la dynamique. Et, dans l'exécution, alignement, simplicité et répétition.

### **Affirmer l'intention commune, communiquer les réalisations concrètes d'une même voix**

Fédérer les énergies, et éviter la dispersion des initiatives, est impératif pour mobiliser toutes les parties prenantes de la place de Paris autour du renforcement de sa compétitivité.

De nombreuses voix se font entendre pour promouvoir les avantages de la Place et dénoncer les mesures qui l'affaiblissent. L'AFG, le ministère des Affaires étrangères (Business France), Paris Europlace, le comité “place de Paris 2020” et bien d'autres s'expriment d'ores et déjà pour expliquer, promouvoir et alerter lorsque nécessaire.

L'accentuation de la mobilisation des autorités publiques ces derniers mois – sous l'impulsion notamment de l'AMF et du Trésor – confirme que le moment constitue une belle fenêtre d'opportunité pour marquer les esprits, renverser la perception des parties prenantes et réinstaller durablement la place de Paris au centre des radars des investisseurs du monde entier. L'AFG doit affirmer son *leadership*, prendre la parole au nom de tous, et fédérer les énergies jusqu'alors dispersées.

Pour faire résonner la voix de la Place au-delà des frontières, **le groupe de travail FROG** a d'ores et déjà commencé à développer une communication innovante destinée à sensibiliser toutes les parties à l'enjeu de la distribution des fonds français à l'international.

Par **la publication d'un recueil de propositions d'actions concrètes** visant à (re)faciliter la domiciliation des fonds français et étrangers en France, FROG doit constituer une première pierre pour l'édifice, un signal fort pour relancer l'image de la place de Paris.

## Gagner la bataille de la simplicité

Un bon message est un message simple, facile à comprendre. Il doit pouvoir être communiqué de manière égale et aisée, et apporter à ceux qui l'entendent des bénéfices immédiats et tangibles. Le Luxembourg, souvent cité en exemple, a particulièrement bien fait converger en simplicité ses pratiques de *business* et sa communication, avec les résultats que l'on connaît.

## Solution n° 10 : un ambassadeur de la gestion d'actifs française

Changer la perception des épargnants et investisseurs, faire connaître les avantages du modèle français et les nouvelles orientations, nécessite **une nouvelle communication offensive**. La mission du comité technique "FROG Communication" : combattre les idées reçues et inscrire la communication de Place dans la continuité.

Trop d'acteurs aux intérêts parfois divergents, si ce n'est contraires, ainsi que la multiplicité de rapports publiés ont nui à la qualité des messages portés par la place de Paris. Là encore, le *leadership* de l'AMF doit permettre de choisir quelques batailles plutôt que toutes. En commençant par des messages simples et ciblés sur des sujets où les chances de réussite sont élevées, le groupe dédié au renforcement de la compétitivité de la Place se donne de meilleures chances d'enclencher une dynamique positive et d'aligner derrière elle tous les acteurs, tant dans les actes qu'en matière de communication.

La simplicité du fond devra se répercuter sur la forme : concernant FROG, par exemple, une simple estampille – un visuel, déposé par l'AFG, de grenouille aisément reconnaissable – permettra d'identifier toutes les actions qui s'y rattachent sans que le message ne se dilue.

### Un ambassadeur de la gestion d'actifs française

L'AFG est le porte-parole naturel de l'industrie financière française. À ce titre, il lui revient de piloter les initiatives de communication relatives au rôle de la gestion dans la perspective du renforcement de la place de Paris.

La création récente d'un poste permanent d'ambassadeur de la gestion française permet d'intervenir aussi bien auprès des instances nationales qu'internationales. Cet Ambassadeur a pour premier objectif de créer une "**marque France**" comme il existe une "marque Luxembourg", notamment en matière de fonds UCITS. Cette ombrelle a vocation à valoriser les atouts de l'écosystème français – une très grande sécurité juridique, une protection de l'investisseur renforcée, une formation de talents unique, des frais de gestion plus faibles...

Enfin, parmi les attributions prioritaires de cet ambassadeur de la gestion française, il apparaît urgent de développer une diplomatie économique sur des marchés et des pays clairement identifiés pour promouvoir l'excellence de la gestion française à l'international.

### Un indicateur de l'efficacité de l'action de la place de Paris ?

Un baromètre "*FROG Record*" mesurera concrètement et régulièrement la croissance de l'exportation de la gestion financière française et celle de l'attractivité de la place de Paris en termes de domiciliation des fonds. Cet indicateur de l'efficacité des initiatives de la Place permettra de procéder à d'éventuels ajustements correcteurs et de gagner en réactivité.

#### Piste 4 : promotion

→ Solution n° 10 : un ambassadeur de la gestion d'actifs française pour une mobilisation pérenne

# ANNEXE

## 10 SOLUTIONS CONCRÈTES

### **Piste 1 : épargne longue et patrimoine des Français**

- **Solution n° 1** : créer un produit individuel dédié à l'épargne-retraite
- **Solution n° 2** : assouplir les contraintes de Solvabilité II

### **Piste 2 : un cadre fiscal stabilisé et durable**

- **Solution n° 3** : instituer une clause de la fiscalité de l'épargne la plus favorisée
- **Solution n° 4** : supprimer la taxe sur les salaires
- **Solution n° 5** : créer des zones franches pour l'industrie de la finance
- **Solution n° 6** : abandon des taxes spécifiques et de la TTF

### **Piste 3 : pour un écosystème porteur**

- **Solution n° 7** : modernisation du système de souscription et évolution de la gouvernance des fonds .fr
- **Solution n° 8** : définition d'un cadre clair pour la titrisation
- **Solution n° 9** : un ISIN “.eu”

### **Piste 4 : promotion**

- **Solution n° 10** : un ambassadeur de la gestion d'actifs française pour une mobilisation pérenne



AFG

Service Communication

41 rue de la Bienfaisance

75008 Paris

T: 01 44 94 94 00

 @AFG\_France

[www.afg.asso.fr](http://www.afg.asso.fr)

