

▶ ÉDITO

Ce numéro 142 de L'Info AMAFI accompagne la publication d'un nouveau hors-série réalisé en partenariat avec la Revue Banque et intitulé : « *Brexit, infrastructures, Union des marchés : Quelle stratégie pour l'Europe financière ?* ».

Question on ne peut plus fondamentale : l'Europe a en effet besoin d'une stratégie audacieuse pour repenser ses marchés, dans un contexte où non seulement le Brexit rebat les cartes, mais où l'enjeu du financement de l'économie européenne devient crucial face aux défis colossaux que représentent la lutte contre le changement climatique, le vieillissement de la population et la nécessité d'être acteur et non simplement spectateur de la quatrième révolution industrielle.

De nombreuses instances travaillent d'ailleurs sur cette question. Parmi celles-ci, il faut plus particulièrement citer deux initiatives. Celle du *Next CMU High Level Group*, mis en place par l'Allemagne, la France et les Pays-Bas, présidé par Fabrice Demarigny, dont le rapport a été publié récemment. Mais aussi celle du *High-Level Forum on capital market union* que vient de mettre en place la Commission européenne. L'AMAFI entend elle-aussi apporter sa contribution via des travaux entrepris depuis plusieurs mois avec le *Center for European Policy Studies (CEPS)*. Le produit définitif de cette réflexion reste à finaliser. Un article du hors-série (page 20) présente les 5 axes majeurs autour desquels s'articuleront nos principales propositions : créer un *safe asset* européen, développer le rôle des fonds de pension, envisager une intervention publique dans certains domaines, faciliter la mise en œuvre d'un véritable marché européen de la titrisation et enfin, maintenir l'accès des acteurs de marché aux *pools* de liquidité internationaux.

L'enjeu en cause commande l'ambition, ce qui exige non seulement une vision à long terme, bien au-delà d'une simple mandature, mais aussi, bien entendu, une réelle détermination politique.

Stéphane Giordano
Président de l'AMAFI

▶ DOSSIER



La bourse fait les yeux doux aux PME

Les entreprises de taille moyenne privilégient le *private equity* pour se financer et le marché français des IPO est en berne. Mais ce n'est pas irrémédiable. Explications.

(Suite page 2)

La bourse fait les yeux doux aux PME

 Olivia Dufour

Mais qu'a bien pu faire de mal la bourse pour que les entreprises la snobent ces dernières années ? C'est un fait, le nombre d'introductions en bourse (ou *Initial Public Offering*, *IPO* en anglais) en France est en berne. On en dénombre 326 sur la période 2005-2018, contre 422 entre 1995 et 2004. Ce désamour s'observe également au niveau des fonds levés : 43,9 milliards d'euros (dont 10,5 milliards liés à la privatisation d'EDF et GDF en 2005) contre 134 milliards investis par le capital-investissement français sur la même période. Seule consolation, le phénomène ne touche pas que la France. On l'observe aussi aux Etats-Unis où l'on est passé de 310 opérations par an sur la période 1980-2000 à 99 entre 2001 et 2012.

De l'avis général, cette situation est essentiellement due aux crises, celle des *subprimes* en 2008 et celle de la zone euro en 2011, qui ont rendu le marché moins attractif tandis que, dans le même temps, la baisse des taux d'intérêt renforçait considérablement l'attractivité des autres modes de financement. Face aux IPO en berne, le *private equity* affiche une santé insolente.

La concurrence du *private equity*

Cette activité qui recouvre un grand nombre de profils d'acteurs (fonds de fonds d'assurances, caisses de retraite, *family offices*, secteur public, fonds souverains, banques et industriels) a levé 18,7 milliards d'euros en 2018, dont 50% en provenance de l'étranger. Même constat du côté des fonds de dette. Ils ont levé 15 milliards d'euros depuis 2012 dont 3,5 en 2018 ; quelques 7 milliards d'euros de financements ont été accordés par ces fonds en 2018, soit 1 milliard de plus qu'en 2017. A l'évidence, c'est là que les entreprises moyennes, à l'heure actuelle, vont satisfaire leurs besoins de financement. C'est dans ce contexte qu'un projet de recherche a été monté à l'Université de Nanterre, en partenariat avec l'AMAFI, intitulé « *Enjeux et opportunités d'une introduction en bourse pour les entreprises de taille moyenne : le cas d'Euronext 2005-2018* ». Le problème est d'autant plus crucial qu'outre la chute du nombre d'introductions, celles qui ont été réalisées n'ont pas toujours rencontré un franc succès, c'est même un euphémisme. D'après les *listings sponsors* et les *brokers*, si les IPO récentes se sont révélées décevantes, avec des cours de bourse



L'analyse de... Philippe Tibi

Président de Pergamon campus, Professeur d'économie à l'école polytechnique, ancien Président de l'Amafi et d'UBS Investment Bank en France

Vous avez remis le 19 juillet un rapport au Ministre de l'économie Bruno Le Maire, à sa demande, sur le financement des entreprises technologiques françaises. Pourquoi vont-elles peu en bourse ?

Il y a très peu d'IPO de sociétés technologiques en France mais plus globalement en Europe car ces sociétés n'arrivent pas au niveau de maturité suffisant pour pouvoir attirer l'investissement des financiers classiques. Elles n'ont ni la taille ni le niveau de *cash flow* positif requis. La principale cause de cette situation réside dans l'inadaptation de l'écosystème du *private equity* français aux besoins de ces entreprises. Très peu de fonds français de capital innovation peuvent écrire des tickets supérieurs

à 30 millions d'euros. Or, 100 millions est devenu un ordre de grandeur banal pour des sociétés ambitieuses. On en a compté plus de 150 l'an dernier aux Etats-Unis. Résultat, ces sociétés, pour grandir, vont aller soit chercher des fonds à l'étranger, soit se vendre, soit s'introduire en bourse mais souvent trop tôt. Ou bien elles restent petites, ou encore elles meurent. Par ailleurs, il manque aussi en France des fonds *global tech* disposant de l'expertise nécessaire pour investir dans ces sociétés lorsqu'elles ont l'intention de se coter en bourse. Résultat, les meilleures, et encore très rares, firmes françaises sont cotées au NASDAQ. En d'autres termes pour l'instant, sur le marché boursier, il y a peu d'offre et quasiment pas de demande. C'est cela qu'il faut changer.

inférieurs au cours d'introduction, c'est que les prix étaient trop élevés. Comme d'habitude, le manque d'appétit des français pour le risque est aussi pointé du doigt. Des prix trop élevés, c'est également ce qui ressort des entretiens avec les acteurs de l'écosystème du financement des entreprises qui se détournent des IPO précisément pour cette raison. « *On a introduit ces dernières années des sociétés trop jeunes, sans chiffre d'affaires ou avec des résultats négatifs et en plus on les a survalorisées parce que lors de l'introduction tout le monde a intérêt à voir grand. Le problème, c'est que le marché n'est pas là pour financer de la recherche-développement mais des projets de développement déjà matures dans des phases de développement commercial, par exemple. D'où les déconvenues récentes* » explique Béatrice de Séverac, Maître de conférences HDR à l'Université de Paris Nanterre, en charge du projet de recherche. A cela s'ajoute une faiblesse de l'offre française en matière de capital risque à qui il manque à l'heure actuelle une dimension essentielle celle du *late stage*, autrement dit une catégorie d'acteurs capables de financer des levées de fonds supérieures à 30/40 millions d'euros (*lire entretien*), ces levées de fonds qui

précisément font passer les jeunes sociétés du statut de *start-up* à celui de licorne.

Du côté des entreprises, on pourrait imaginer que le frein majeur est la réglementation. Se coter, en effet, c'est basculer soudain dans un autre monde, changer de commissaire aux comptes, découvrir l'Autorité des Marchés Financiers, les obligations d'informations périodiques et permanentes, le prospectus et les documents de référence. Une réglementation généralement taillée sur mesure pour les poids lourds de la cote et dont tout le monde admet depuis des années qu'elle pénalise les petites structures. Mais à discuter avec les acteurs du marché, on découvre avec surprise que le principal problème n'est pas là. « *La transparence est réellement le grand obstacle* note Béatrice de Severac. *De fait, d'après les entretiens que nous avons menés ce n'est pas la réglementation de l'IPO qui rebute mais plutôt la transparence exigée qui nécessite de se mettre à nu devant ses concurrents et ça pour certaines entreprises, c'est vraiment rebutant* ». A cela s'ajoute le fait qu'en pratique la bourse ne permet pas de lever suffisamment de fonds. Et c'est ainsi ►►

Comment remédier à ces deux insuffisances du marché français?

Je propose dans le rapport d'inciter les investisseurs institutionnels à soutenir les levées de fonds sur le segment du *late stage* avec pour objectif d'ici trois ans de disposer en France de 10 fonds gérant un milliard d'euros. Ces fonds permettraient à des sociétés d'accélérer leur transformation en s'internationalisant et en consacrant plus de moyens à la R&D. Nous avons incité le capital privé à investir dans cette opportunité de marché au sein de fonds de *venture capital/growth* basés en France. Parallèlement, il faut se préoccuper de leur trouver un débouché boursier et, à cette fin, je préconise d'inciter à l'émergence de fonds d'actions cotées *global tech* dont les équipes de gestion seront majoritairement basées en France. En pratique, cela suppose de trouver 10 milliards d'euros et 50 gérants de portefeuille. On table sur 2 milliards collectés auprès des particuliers et 8 du côté des institutionnels. Pour faire partie du Top 30 mondial il faut en effet gérer au moins un milliard d'euros.

Quel est l'objectif final, faire de la France un concurrent du NASDAQ ?

Quand on aura ces deux types d'acteurs, on disposera d'un écosystème complet dédié à l'investissement dans les technologies. En effet, Il sera alors possible que la France soit la place financière de référence en matière d'investissement technologique. La question du « NASDAQ européen » ne se posera plus. Ce n'est pas inaccessible. L'épargne financière des français est très importante (plus de 5000 Md €) et les infrastructures financières sont de bonne qualité.

Cela suppose une forte volonté politique en faveur du développement technologique et une pédagogie économique pour rappeler l'importance du risque en matière économique. On ne peut pas se développer uniquement sur la base de placements garantis. Il faut construire l'avenir. C'est une question de niveau de vie du peuple français et de souveraineté géopolitique.

►► que, dans un contexte de taux bas et d'importantes liquidités disponibles, les entreprises ont pris l'habitude de mettre en concurrence les différentes solutions de financement. « On observe que les entreprises mettent en concurrence la bourse et le private equity, et cette mise en concurrence tourne à l'heure actuelle systématiquement ou presque au désavantage de l'IPO » explique Béatrice de Séverac.

Faciliter le développement à l'international

Parmi les PME, les start-ups qui seront les leviers de croissance de demain, beaucoup appartiennent au secteur technologique. C'est pourquoi le Ministre de l'économie, Bruno Le Maire, a pris les choses en main en commandant un rapport à Philippe Tibi sur le financement des entreprises technologiques françaises dans lequel celui-ci livre des solutions concrètes pour ce type d'entreprise, dont il considère que la France a « l'ardente obligation » de les développer (*voir entretien*). Les professionnels de marché, quant à eux, veulent rester confiants. D'abord, ils savent que la bourse, contrairement au *private equity*, est fluctuante. Mais, rappelle Vincent Le Sann, Directeur général adjoint de Portzamparc Société de bourse « sur les 16 dernières années l'indice des valeurs moyennes parisien a surperformé le CAC 40 à 13 reprises. Cette année Next Biotech a connu une croissance de 30% ! ».

Les taux bas ? Justement, si l'assurance-vie veut du rendement elle va être obligée d'aller vers les sociétés qui font le plus de croissance et donc d'accepter du risque. Autre raison d'espérer, de nouvelles dispositions de la loi PACTE incitent les fonds d'épargne-retraite via un mécanisme de déduction fiscale à investir à hauteur de 10% dans les *middle* et *small caps*. Alternext, devenu Euronext Growth le 19 juin 2017 a obtenu le 29 octobre dernier le label européen « *SME Growth Market* » auprès de l'AMF. Cela signifie que les sociétés qui y seront inscrites pourront bénéficier d'un régime réglementaire allégé. Une première réponse à l'obstacle constitué par la réglementation jugée trop lourde. Concernant la question de la transparence en revanche, il n'y a sans doute pas grand chose à faire. Vincent Le Sann relativise. « C'est en effet une contrainte par rapport au non coté, mais cela constitue aussi un avantage. Par exemple, cela peut permettre à une société de technologies d'accéder aux grands comptes internationaux. J'ai un client qui, avant sa cotation, était sans cesse challengé sur sa pérennité financière, maintenant ses comptes sont publiés, sa situation parfaitement connue. Certains marchés américains sont inaccessibles aux sociétés non cotées précisément pour des raisons de transparence.

Cela apporte également de la rigueur dans l'organisation de l'entreprise sans oublier la possibilité de faire de la croissance externe en payant en titres ».



Dans un contexte de taux bas et d'importantes liquidités disponibles, les entreprises mettent en concurrence les différentes solutions de financement



Il restera toutefois un problème important à résoudre, celui de la recherche. Par souci de transparence, la directive MIF 2 a imposé aux prestataires de services d'investissement de rendre publics les frais de recherche pour l'activité de gestion sous mandat. Autrement dit, depuis le 3 janvier 2018, date de l'entrée en application de la directive, les gestionnaires d'actifs pour leur activité sous mandat ne peuvent plus inclure les frais de recherche et d'analyse dans les commissions d'exécution facturées au client, ils doivent soit les prendre directement en charge, soit les facturer aux clients de façon distincte. Cela n'encourage pas la recherche sur les valeurs moyennes et certains prédisent une forte déflation de ces services. Or, les PME ont précisément besoin de visibilité et donc que l'on se penche sur elles et qu'on les analyse.

Si la France veut inverser la tendance, elle va devoir faire preuve de beaucoup de dynamisme. Selon les chiffres produits par le rapport Tibi en effet, 189 *start-up* américaines ont levé plus de 100 millions de dollars en 2018. Quant aux 27 *start-up* qui ont rejoint la liste mondiale des licornes au premier trimestre 2019, elles ont en moyenne collecté un montant total de 260 millions d'euros... A vos marques !

EFSA

Déplacement à Washington, 29 et 30 Octobre 2019



L'AMAFI a de nouveau organisé cette année, pour le compte du European Forum of Securities Associations (EFSA), une série de réunions à Washington, avec des institutions et autorités financières américaines : Trésor, Réserve fédérale, Congrès, CFTC (Commodity Futures Trading Commission) et SEC (Securities and Exchange Commission).

La délégation EFSA était composée de l'association des marchés financiers suédoise (SSDA), de l'association des courtiers allemands (BWF) et de l'AMAFI, représentée par Emmanuel de Fournoux et Arnaud Eard. Cette initiative permet d'entretenir le dialogue transatlantique auquel les interlocuteurs rencontrés se sont montrés attachés.

A quelques mois du début des primaires, ce déplacement a été notamment l'occasion de mesurer l'impact négatif de la procédure d'*impeachment* engagée à l'encontre du Président Trump qui conduit à nettement ralentir les travaux législatifs en cours au Congrès. Parmi les différents points de discussion, a pu par ailleurs être mieux appréhendée l'approche des autorités américaines concernant non seulement les mesures visant à recalibrer le *Dodd-Frank Act*, mais aussi la finance durable et le développement des actifs numériques.

Arnaud Eard

ICSA

Rencontre Comité de Bâle et CSF, 23 Octobre 2019

L'International Council of Securities Associations (ICSA) souhaite développer un dialogue régulier avec les régulateurs responsables du développement de standards internationaux. Une délégation à laquelle participait l'AMAFI, s'est ainsi rendue à Bâle fin octobre pour y rencontrer des représentants du Comité de Bâle et du Conseil de Stabilité Financière (CSF).

Cette rencontre était la première avec Carolyn Rogers, nouvelle Secrétaire générale du Comité de Bâle. L'ordre du jour de la réunion, à laquelle participaient également Neil Esho et Toshio Tsuiki, Secrétaires généraux adjoints, s'articulait autour des priorités du Comité et plus particulièrement la mise en œuvre de Bâle 3, l'évaluation de l'impact des réformes post-crise, les pratiques en matière de supervision dans les différentes juridictions et la recalibration de certaines réformes prudentielles.

Par ailleurs, la délégation ICSA a rencontré Dietrich Domanski, Secrétaire Général du CSF, ainsi que plusieurs membres du Secrétariat, afin d'échanger sur les vulnérabilités du système financier international, et notamment les enjeux en matière d'environnement de taux bas, de liquidité, de cyber-sécurité et d'actifs numériques. Les travaux en cours du CSF sur la fragmentation de marché, l'évaluation des réformes post-crise et la finance durable ont également été abordés.

Arnaud Eard

MIF 2

MIF 2 Refit

L'AMAFI mène depuis plusieurs mois maintenant un chantier en vue de formaliser un document synthétisant ses réflexions et propositions de modification sur la révision des trois niveaux de réglementation du dispositif MiFID 2 / MiFIR.

Parmi les nombreux points traités dans ce cadre, on peut noter des demandes de modification sur les deux grands axes du dispositif que sont l'organisation des marchés et la protection des investisseurs. Sur le premier axe, la problématique de l'inflation incessante du coût des données de marché et celle de la territorialité, constituent notamment des préoccupations importantes. Sur le second, l'un des enjeux est particulièrement de réintroduire plus de proportionnalité en fonction des instruments financiers et de la catégorie des clients et, en particulier, d'alléger significativement les modalités d'information pour le *wholesale*.

Par ailleurs, l'Association a formalisé ses réactions aux propositions faites en la matière en septembre dernier par le Trésor allemand, dans un contexte où l'Allemagne prendra la présidence de l'Union au second semestre 2020.

Enfin, l'AMAFI a participé activement à l'élaboration d'un papier de position sur ce même thème porté par EFSA, le forum d'échanges pan-européen des associations homologues de l'AMAFI. Ce document sera disponible sur le site de l'AMAFI d'ici début 2020.

C. Boiget, A. Eard,
E. de Fournoux, P. Laurent

MIF 2

Gouvernance Produits

L'AMAFI met actuellement à jour son Guide de mise en œuvre des obligations de Gouvernance Produits. Les modifications envisagées visent notamment à clarifier l'articulation entre l'obligation de revue régulière des marchés cibles et l'obligation d'identifier les événements affectant le couple risque/rendement. Il s'agit par ailleurs d'introduire, de manière optionnelle à ce stade, la prise en compte des éventuelles préférences ESG (Environnement, Social, Gouvernance) des clients. L'AMAFI profite également de cette mise à jour pour apporter des clarifications sur l'application du dispositif au moment de l'achat des instruments financiers – et non pas de leur vente – et sur la terminologie utilisée au sein de l'Annexe 5 relative aux dérivés. Comme pour les versions précédentes, l'Association a transmis ses propositions à l'AMF pour initier un échange avec l'Autorité sur cette base avant de publier le document.

Étude sur le mécanisme de plafonnement des volumes

L'article 5 de MiFIR prévoit un mécanisme de plafonnement des volumes pour la négociation des actions et instruments assimilés à la fois au niveau de chaque plateforme et à celui de l'Union. Le dépassement des seuils fixés entraîne la suspension de la négociation des instruments concernés à ces deux niveaux. L'AMAFI a mené une étude (AMAFI 19-103) afin d'évaluer l'effet du mécanisme de plafonnement des volumes sur la microstructure de marché, une année après son entrée en vigueur. L'étude est menée sur les carnets « *lit* » en termes de réduction du « *spread* » et de présence à la première limite, ainsi que sur l'impact de marché des ordres. Les résultats établissent l'existence d'un léger effet bénéfique sur les carnets « *lit* », mais sans doute dû également à une période de faible volatilité coïncidant avec la période étudiée. Par ailleurs, le mécanisme de plafonnement des volumes ne semble pas avoir eu d'effet significatif sur l'impact de marché des ordres. Les résultats apparaissent ainsi marginaux quant à l'effet produit sur la microstructure des marchés alors que cette disposition a sollicité des efforts d'adaptation conséquents de l'industrie pour sa mise en place.

P. Laurent, B. Julé
E. de Fournoux, M. Ounjema

ABUS DE MARCHÉ

Révision du règlement MAR

L'ESMA a publié le 3 octobre dernier un rapport relatif à la révision du règlement Abus de marché (MAR), mis en consultation. Ce rapport rend compte des réflexions et des propositions de l'Autorité européenne sur différents sujets. Outre ceux pour lesquels la Commission a l'obligation de produire un rapport d'évaluation (sanctions, définition de l'information privilégiée, transactions des dirigeants et surveillance cross-marchés), d'autres points d'attention sont examinés, tels que les rachats d'action, les listes d'initiés, les sondages de marché ou encore le champ d'application du dispositif et l'opportunité d'y inclure, par exemple, les contrats de change au comptant.

La préparation de la réponse de l'AMAFI à ce rapport, dense en réflexions et questions posées (plus de 70) a fortement mobilisé l'Association ces deux derniers mois. L'Association confirme (AMAFI / 19-113) en partie certaines des propositions de modification du dispositif actuel, jugées utiles et nécessaires notamment sur les listes d'initiés, les publications des programmes de rachat d'actions ou les sondages de marché.

En revanche, pour d'autres thèmes, tels que par exemple, la définition de l'information privilégiée ou l'élargissement du champ d'application de MAR, l'AMAFI souligne les risques qu'il y aurait à modifier certains aspects du dispositif. Dans un contexte où le rôle des marchés devient de plus en plus central dans le financement de l'économie, il est particulièrement essentiel de ne pas créer une instabilité réglementaire susceptible de nuire à la confiance des investisseurs et, partant, au bon fonctionnement de ces marchés. Or, pour l'Association, le rapport coûts/bénéfices ne justifie aucunement certaines modifications envisagées.

Pauline Laurent

PRIIPs

Révision du dispositif

Les autorités européennes de supervision (ESAs) ont publié mi-octobre leurs propositions d'amendements au KID PRIIPs (document d'information clé), visant à modifier le règlement délégué PRIIPs (règlement 2017/653 du 8 mars 2017, ex RTS PRIIPs).

En cohérence avec les éléments qu'elles avaient présentés lors de leur dernier atelier de travail, auquel l'AMAFI a participé, les ESAs proposent différentes options possibles pour modifier les méthodologies de calcul et de présentation, aussi bien s'agissant des scénarios de performance que des coûts.

L'Association a organisé plusieurs réunions de travail entre le mois de novembre et début janvier pour préparer sa réponse qui devra être communiquée d'ici janvier 2020.

Pauline Laurent, Blandine Julé

MARCHÉS DÉRIVÉS

Alignement de MiFIR avec EMIR Refit

Les travaux d'EMIR Refit ont introduit plusieurs amendements au règlement EMIR, visant à simplifier certaines dispositions et apporter de la proportionnalité, notamment en opérant une nouvelle distinction entre deux types de contreparties financières selon le risque qu'elles présentent pour le système financier. Cette distinction a entraîné un changement dans la portée de l'application de l'obligation de compensation pour les contreparties financières. Dans le nouveau texte, seules celles présentant un risque systémique sont désormais tenues par cette obligation.

L'ESMA s'est ainsi interrogée, dans un souci de cohérence, sur les modifications à apporter au règlement MiFIR afin d'aligner ses dispositions, notamment concernant l'obligation de négociation des dérivés, avec la nouvelle portée de l'obligation de compensation.

L'AMAFI soutient l'alignement des dispositions MiFIR sur l'obligation de négociation des dérivés avec les nouvelles dispositions EMIR sur l'obligation de compensation. Elle estime que le lien est établi *de facto* entre les deux obligations, d'abord à travers l'intention du législateur dans plusieurs références réglementaires, ensuite en raison des difficultés pratiques que poserait une situation où l'obligation de négociation continuerait à s'appliquer sur des contrats non compensés (AMAFI 19-108).

Emmanuel de Fournoux, Thomas Cuvelier, Mehdi Ounjema

FISCALITÉ DE L'ÉPARGNE

Baromètre AMAFI 2019

Afin d'évaluer le degré d'attractivité de la France en matière de financement des entreprises, l'AMAFI élabore chaque année un **Baromètre de la fiscalité de l'épargne et du financement des entreprises** qui examine quatre aspects fondamentaux de la fiscalité de l'épargne et du financement des entreprises en France. L'édition 2019 (AMAFI / 19-114) met ainsi en lumière les facteurs suivants :

► **Davantage d'actions non cotées dans les placements financiers des ménages.**

La stabilité apparente des placements en actions (24,78 % contre 24,50 % l'an dernier) dissimule en fait une baisse de l'encours des actions cotées et une hausse de celui des actions non cotées. Il est difficile d'affirmer que cela traduit une tendance de fond mais, alors que la baisse de l'encours d'actions cotées est moins marquée en France qu'ailleurs en Europe, cette évolution pourrait révéler un premier résultat très positif de la réforme de la fiscalité du capital, désormais plus favorable au financement des entreprises, au bénéfice plus particulièrement des sociétés non cotées.

► **Une fiscalité du capital désormais simple et lisible mais qui demeure très élevée.**

Depuis 2018, la France appartient désormais au club des pays à fiscalité de l'épargne simple et lisible grâce au Prélèvement Forfaitaire Unique (PFU). Cependant, en comparaison notamment de ses voisins européens, la France demeure encore un pays dans lequel les prélèvements obligatoires sur le capital représentent un poids très important. Mais le taux français de ces prélèvements, exprimé en pourcentage du PIB (11,1 % en 2017), se rapproche enfin de la moyenne européenne (8,5 % en 2017).

► **Une fiscalité du capital qui, en termes de financement des entreprises, redevient compétitive à l'horizon 2022.**

Grâce à la combinaison de plusieurs mesures (baisse programmée du taux d'IS, suppression de la taxe de 3 % sur les dividendes, introduction du PFU à 30 %), à l'horizon 2022, les entreprises françaises devraient combler l'écart de compétitivité dont elles souffraient par rapport aux entreprises allemandes et britanniques. Pour servir un revenu net de 100 à l'apporteur de fonds d'emprunts disposant d'un revenu élevé, l'entreprise française ne doit plus produire que 152 en 2019-2022 (282 en 2013). Elle se rapproche ainsi de son homologue allemande (136) et distance la britannique (182). Un écart de compétitivité demeure néanmoins à leur détriment s'agissant du financement par fonds propres, mais il est désormais limité : 201 en 2019 et 193 à l'horizon 2022 (236 en 2013), contre 194 pour l'entreprise allemande d'une part, 183 en 2019 puis 179 dès 2020 pour la britannique d'autre part.

► **Une réforme de la fiscalité du capital dont le coût budgétaire a été largement surévalué, ignorant le principe « trop d'impôt tue l'impôt ».**

Pourtant, cet effet avait déjà été établi en 2013. À l'époque, la forte augmentation de la fiscalité de l'épargne produite par la « mise au barème » des dividendes et des produits de placement, a conduit au final à 1,3 Mds€ de « décalage budgétaire » négatif par rapport aux prévisions. En 2018, la même surévaluation de l'impact budgétaire, mais en sens inverse, s'est produite. Alors qu'une perte budgétaire globale était anticipée à hauteur de 900 M€, elle n'aura en définitive été que de 400 M€. De tels écarts s'expliquent par la forte réactivité des dividendes à la fiscalité. Ainsi, avec le PFU, les dividendes distribués ont augmenté de 28 % alors qu'ils avaient subi une chute encore plus marquée en 2013.

En 2019, la situation française se révèle ainsi mécaniquement plus favorable au financement des entreprises même s'il est encore trop tôt pour que cela se traduise dans les publications statistiques macro-économiques. Désormais, l'épargne dirigée vers les entreprises est clairement encouragée sans préjudice important pour les finances publiques.

Eric Vacher

OFFRES PUBLIQUES

Retrait obligatoire et expertise indépendante

Mi-septembre, dans le prolongement de l'entrée en vigueur de la loi Pacte et suite à la publication du rapport de son groupe de travail relatif aux conditions de mise en œuvre du retrait obligatoire et à l'expertise indépendante dans le cadre des offres publiques, l'AMF a ouvert une consultation relative aux modifications de sa réglementation et de sa doctrine.

À cette occasion, l'AMAFI a alerté l'Autorité sur trois points principaux (AMAFI / 19-99) :

► Il est regrettable que certaines mesures contredisent l'intention du législateur qui résidait dans une démarche de simplification du droit des sociétés cotées afin, notamment, de renforcer l'attractivité de la Place de Paris.

► Parce que l'enjeu du financement des PME-ETI par le marché est particulièrement crucial, l'inadaptation du régime du retrait de la cote pour ces dernières doit être soulignée, certaines propositions de l'Autorité n'étant conçues et dimensionnées que pour des émetteurs sophistiqués disposant de moyens techniques, humains et matériels importants.

► La constatation qu'au détriment de l'attractivité de la France, la procédure attachée aux offres de retrait est empreinte de plus de souplesse dans certaines autres grandes places financières européennes, avec le risque – accru dans le contexte actuel du Brexit – de raviver la tentation du *forum shopping* au travers d'un déplacement du siège social.

Claire Boiget, Mathilde Le Roy

ACTIFS NUMÉRIQUES

Réflexions sur les activités liées aux *security tokens*

Dans le cadre des réflexions menées sur le déploiement de dispositions permettant le développement des *security tokens*, à la fois au niveau français et européen, l'AMAFI a examiné au sein du Groupe Actifs numériques différentes pistes. Ces dernières ont été synthétisées dans un document (AMAFI / 19-105), adressé à l'AMF fin octobre. Pour l'Association, l'enjeu est de parvenir à mettre en œuvre un cadre réglementaire adapté, protecteur pour les investisseurs, sans cependant brider les innovations technologiques et leurs potentiels apports.

À cet effet, elle recommande deux approches concomitantes et complémentaires.

► Au niveau national, des actions à court terme (1 an) pour permettre de développer une première expertise sur les titres non-côtés en assurant que, compte tenu de leur caractère expérimental, ces activités n'entrent pas dans le champ d'application des réglementations financières traditionnelles trop lourdes et complexes face à cet objectif. Il s'agirait de pouvoir mener des expérimentations au-delà de la seule émission de *security tokens*, comme cela a déjà été fait par *Forge Capital* ou *Santander*, notamment en permettant d'échanger les titres émis (marché secondaire).

► Au niveau européen, des actions devraient combiner le moyen terme (entre 2 et 5 ans) et le long terme (entre 5 et 10 ans). Pour permettre l'expérimentation, l'observation et l'analyse des pratiques liées aux spécificités des *security tokens*, il devrait être envisagé la construction d'un régime particulier, limité dans le temps, par lequel les autorités nationales pourraient accorder aux projets ne présentant pas de risques systémiques, des dérogations à certaines obligations réglementaires inhérentes à l'univers des titres financiers traditionnels, non-compatibles ou inutiles appliqués à la technologie *blockchain*. En se basant sur les observations ainsi pratiquées, il pourrait alors être procédé à l'adaptation des différents textes financiers européens pour tenir compte des spécificités intrinsèques aux *security tokens*.

Emmanuel de Fournoux, Thomas Cuvelier

EURO PP

Pour ses 5 ans, la Charte fait peau neuve

Le Comité Euro PP, composé des principales associations professionnelles de la Place de Paris, dont l'AMAFI, présentait en décembre 2013 sa Charte Euro PP permettant à des investisseurs de financer directement des entreprises dans le cadre d'un contrat spécifique. Début octobre, le Comité Euro PP a annoncé la publication d'une nouvelle version de cette Charte qui tient compte des évolutions du marché et propose des procédures plus simples pour les investisseurs ainsi que pour les entreprises, notamment :

- Une simplification et une standardisation des documents adossés à la Charte Euro PP, dont le modèle de *termsheet*, la trame de dossier de présentation de l'emprunteur, le questionnaire ESG (Environnement, Social, Gouvernance), ou encore la liste des documents *Know Your Customer* (KYC).
- Un calendrier accéléré qui, lorsque certaines conditions sont remplies, permet aux entreprises éligibles de réaliser leur Euro PP dans un délai d'environ 6 semaines entre son lancement et le versement des fonds.
- Une promotion des bonnes pratiques pour gagner en efficacité et faciliter les échanges entre emprunteurs, arrangeurs et investisseurs, notamment au travers de la digitalisation.
- Une labellisation « *green* », « *social* » ou « *durable* » pour l'Euro PP quand l'utilisation des fonds le justifie.
- Une définition plus précise spécifiant que l'Euro PP a généralement une taille allant de 10 millions à plusieurs centaines de millions d'euros, qu'il a pour objet le financement ou le refinancement du développement de l'emprunteur et qu'il doit maintenir le ratio de levier de l'emprunteur à un niveau raisonnable.

Les modèles de contrats Euro PP au format obligataire et au format prêt ont également été mis à jour tout en conservant la recherche de l'équilibre entre les intérêts des emprunteurs et des investisseurs.

En complément de ces travaux, l'AMAFI a entrepris la mise à jour de son Code de bonnes pratiques des arrangeurs d'opérations d'Euro PP, initialement publié en 2016 (AMAFI / 16-02), destiné à normaliser les bonnes pratiques professionnelles des établissements arrangeurs d'opérations Euro PP via un standard de marché.

Claire Boiget, Mathilde Le Roy

CONFÉRENCE AMAFI / TAJ → AGENDA

Actualité fiscale

Le 14 janvier prochain, Taj - Société d'avocats et l'AMAFI organisent la 10^{ème} édition de leur conférence de début d'année sur l'actualité fiscale pour le secteur financier.

👉 Programme et inscription sur www.amafi.fr

CCNM

CIE Bourse

Les ordonnances de septembre 2017 ont profondément bouleversé le contexte et l'organisation des réglementations sociales, et notamment celles relatives aux institutions représentatives du personnel. Fort de ce constat, et dans le but de pérenniser la gestion des œuvres sociales et culturelles des entreprises de la branche, les partenaires sociaux ont décidé de mener collectivement une réflexion spécifique sur l'avenir du Comité Interentreprises de la Bourse (CIE Bourse).

Au terme de cette réflexion menée lors de plusieurs réunions de travail communes au cours de l'année 2018, il a été décidé de modifier le cadre juridique du CIE Bourse. En conséquence, l'AMAFI a dénoncé le 16 octobre dernier les articles 13 portant sur les institutions représentatives du personnel et 21 portant sur les activités sociales et culturelles de la CCNM (Convention collective nationale des activités de marchés financiers) signée le 11 juin 2010. Les réunions de négociation de l'ensemble du nouveau dispositif ont été lancées.

Alexandra Lemay-Coulon

AGRÉEMENT DES PSI

L'AMF met à jour son Instruction 2014-01

Dans le cadre de la mise à jour de son Instruction 2014-01 « Programme d'activité, obligations des PSI et notification de passeport », l'AMF a consulté l'AMAFI qui a formulé en retour des observations et suggestions (AMAFI / 19 - 69). Cette dernière a notamment souligné à cette occasion les impératifs de dé-surtransposition, démarche d'ailleurs entreprise par le régulateur lui-même sous l'impulsion du Gouvernement.

Comme elle l'avait souhaité, l'Association note par ailleurs la suppression de la section relative aux obligations des PSI, lesquelles ne pouvant faire l'objet d'une instruction conformément aux limites inhérentes à la doctrine que peut prendre l'AMF. Le titre de l'Instruction 2014-01 a été modifié en conséquence pour devenir : « Programme d'activité des prestataires de service d'investissement et information de l'AMF ».

Claire Boiget, Mathilde Le Roy

FORMATION PROFESSIONNELLE

OPCO de branche

La construction progressive de l'OPCO « ATLAS, soutenir les compétences », agréé par le Ministère du travail pour les services financiers et le conseil se poursuit : depuis le 16 octobre 2019, date de la fusion effective des OPCA FAFIEC et OPCABAIA, ATLAS est devenu l'unique opérateur de compétences pour le secteur financier dans son ensemble, incluant la branche des activités de marchés financiers.

Dans le cadre de la mise en place de ce nouvel organisme, l'AMAFI est impliquée non seulement dans les travaux juridiques (statut, règlement intérieur...) et institutionnels (organisation de la filière, relations entre les branches...), mais également dans l'élaboration et l'animation de la politique de formation de la branche. Elle s'est ainsi positionnée sur les coûts des contrats en matière d'apprentissage et va également présenter des demandes dans le cadre des discussions qui seront menées entre l'OPCO et l'Etat pour la convention d'objectifs et de moyens des trois prochaines années.

Alexandra Lemay-Coulon

SÉCURITÉ FINANCIÈRE

Transposition de la 5^{ème} directive LCB-FT

L'AMAFI s'est fortement mobilisée sur la transposition en cours de la directive (UE) 2018/843 du 30 mai 2018 (dite 5^{ème} directive) relative à la lutte contre le blanchiment et le financement du terrorisme (LCB-FT). Elle a demandé notamment un report de l'entrée en application des obligations de consultation du registre des bénéficiaires effectifs et de remontée des divergences identifiées au sein de celui-ci, tant que la consultation de ce registre n'aura pas été simplifiée.

L'Association s'est par ailleurs attachée à renforcer le régime de protection des assujettis mais également de leurs préposés dès lors que la déclaration de soupçon, la remontée de dysfonctionnements du dispositif LCB-FT ou celle sur les éventuelles divergences avec le registre des bénéficiaires effectifs ont été faites de bonne foi. Enfin, elle a particulièrement insisté pour que les surtranspositions actuelles ou initialement envisagées par les autorités impactant plus particulièrement les activités de marché soient corrigées, s'agissant notamment de l'identification des marchés financiers considérés comme équivalents et de la distribution d'instruments financiers.

Lutte contre la corruption

L'AMAFI a répondu à la consultation menée par l'Agence française anti-corruption (AFA) entre juillet et septembre 2019 sur son projet de Guide pratique sur les politiques de cadeaux et invitations (AMAFI / 19-92).

L'Association a ainsi souligné l'importance d'apporter des précisions sur la valeur juridique du document, notamment en expliquant que si celui-ci est dépourvu de force obligatoire, le fait de s'y conformer contribue généralement à nourrir une présomption de conformité à la réglementation même si d'autres voies peuvent également être conformes. L'AMAFI a également proposé à l'AFA de mieux prendre en compte la diversité des acteurs qu'elle supervise et leurs différences organisationnelles.

Blandine Julé

ACTIVITÉS

*Chiffres-clés
du 01/11/2018
au 01/11/2019*

41

Réponses à des consultations
publiées ou en cours

26

Notes de position /
de problématique

37

Notes d'information

17

Conférences et événements
AMAFI

4

Normes professionnelles
existantes

3

Bonnes pratiques
professionnelles existantes

PUBLICATION

Quelle stratégie pour l'Europe financière ?

L'AMAFI et la Revue Banque publient un nouvel hors-série : dans un contexte de Brexit et alors que la nouvelle Commission est mise en place, l'intégration européenne des marchés de capitaux s'impose parmi les priorités. Sont notamment en jeu : le financement de l'économie, de la croissance et de l'innovation et l'accès au marché pour les entreprises. Quelle stratégie financière adopter alors dans une Europe à 27 ? Comment relancer efficacement l'Union des marchés de capitaux ?

Débat public le **jeudi 12 décembre à 18 heures.**

➤ Renseignements et inscription sur www.amafi.fr
Philippe Bouyoux



COMITÉ CONFORMITÉ BANQUE PRIVÉE

Début novembre, **Pierre-Emmanuel Charrette**, RCSI d'ODDO BHF SCA, a été nommé Président du Comité Conformité Banque Privée de l'AMAFI. L'expérience de Pierre-Emmanuel au sein de ce Comité et, plus globalement au sein de l'AMAFI, ainsi que celle du groupe ODDO, sont des atouts indéniables pour les futurs travaux du Comité. Il succède ainsi à Stéphanie Hubert qui représentait ABN AMRO au Comité et que l'AMAFI tient à remercier chaleureusement pour son implication.

NOUVEAUX ADHÉRENTS

- ▶ **Goldman Sachs Bank Europe SE**, succursale de Paris, est un établissement de crédit offrant des services de réception-transmission d'ordres et de conseil en investissement. Son représentant en France est Ivan Fillon.
- ▶ **RJO'Brien France**, est une entreprise d'investissement, offrant les services de réception-transmission d'ordres. Ses dirigeants sont Thomas Texier (Président) et Simon Prangnell (Directeur Général).

CONTACTS

Claire Boiget

01 53 83 00 91 | cboiget@amafi.fr

Philippe Bouyoux

01 53 83 00 84 | pbouyoux@amafi.fr

Thomas Cuvelier

01 53 83 00 86 | tcuvelier@amafi.fr

Arnaud Eard

01 53 83 00 75 | aeard@amafi.fr

Emmanuel de Fournoux

01 53 83 00 78 | edefournoux@amafi.fr

Blandine Julé

01 53 83 00 81 | bjule@amafi.fr

Pauline Laurent

01 53 83 00 87 | plaurant@amafi.fr

Alexandra Lemay-Coulon

01 53 83 00 71 | alemaycoulon@amafi.fr

Mathilde Le Roy

01 53 83 00 76 | mleroy@amafi.fr

Mehdi Ounjema

01 53 83 00 73 | mounjema@amafi.fr

Bertrand de Saint Mars

01 53 83 00 95 | bdesaintmars@amafi.fr

Éric Vacher

01 53 83 00 82 | evacher@amafi.fr

Directeur de publication Bertrand de Saint Mars | Rédacteur en chef Philippe Bouyoux | Rédaction dossier Olivia Dufour |
Direction artistique Rodolphe Herrera | Maquette Sabine Charrier | Imprimeur PDI - N° ISSN : 1761-7863 |



ASSOCIATION
FRANÇAISE
DES MARCHÉS
FINANCIERS



www.amafi.fr



<http://amafi.fr/topics/en/Linfo-amafi>



[@AMAFI_FR](https://twitter.com/AMAFI_FR) [in amafi-france](https://www.linkedin.com/company/amafi-france)

13, rue Auber, 75009 Paris | Tél.: 01 53 83 00 70 | email : info@amafi.fr