

Propos liminaire de la FBF

Monsieur le Président, Monsieur le Rapporteur général, Mesdames et Messieurs les Députés,

Avant toute chose, je voudrais vous remercier pour avoir invité notre fédération, qui représente **toute** la profession bancaire française, à exposer notre analyse.

C'est un sujet **particulièrement** important pour nous car au quotidien, les banques **sont** un partenaire de l'Etat dans la lutte contre **toutes** les fraudes, blanchiment, financement du terrorisme, évasion fiscale, comme en témoigne par exemple le poids majeur de nos déclarations de soupçon toutes celles reçues par Tracfin (>50%). Et chaque année, les banques sont un très fort contributeur aux impôts et contributions, comme en 2024 avec 22 Mds€ d'impôts [11,8Mds€ + CSP 10,2Mds€], avec un taux effectif d'impôt de 28% nettement supérieur à la moyenne du CAC40.

Dans ce contexte, « l'ordre fiscal » doit régner comme l'a dit le Ministre. Nous accueillons les contrôleurs et nous comprenons bien évidemment que lorsque des opérations relèvent de la fraude elles doivent être redressées sous le contrôle des tribunaux.

La Fédération Bancaire Française répond à l'ensemble des sollicitations des pouvoirs publics, dans le respect des règles encadrant les représentants d'intérêts. Nous analysons les textes qui ont un impact sur l'action de nos 320 adhérents et 400 000 salariés et alternants au service du financement de l'économie, que ce soit à travers les **3000 Mds€** de crédits bancaires aux ménages, aux PME et aux entreprises, ou des financements de marché pour l'Etat et les émetteurs de valeurs mobilières.

En tant que fédération, **notre rôle** dans ce dossier a été de coordonner l'analyse des points de droit soulevant des interrogations communes aux établissements. **Nous ne sommes pas partie aux contrôles en cours, ni aux contentieux qui y sont attachés.** Notre rôle est de demander un cadre juridique clair pour l'ensemble des parties, publiques comme privées, afin que les activités de tenue de marché et de cessions temporaires, dérivés sur actions françaises, soient réalisées en France. En effet, nous expliquerons plus tard l'utilité de ces activités, qui permettent la liquidité des actions et sans lesquelles elles perdent une partie de leur valeur, ce qui est un problème macroéconomique. *[Il en est d'ailleurs de même pour les titres d'Etat, et vous savez à la commission des finances combien la liquidité de la dette publique française a permis de préserver une part de son attrait au-delà des fondamentaux.*

Je souhaite rappeler les **initiatives** que nous avons prises pour obtenir ce cadre clair et avancer des solutions d'application de la loi :

- En 2018, après de l'introduction d'un nouveau dispositif anti-abus via l'article 119 bis A du CGI, nous avons ressenti le besoin d'un Bofip pour connaître les modalités de mise en œuvre de la loi de finances, ces commentaires administratifs étant d'usage et de nécessité ; les banques ont appliqué sans délai ces dispositions, des contrôles ont eu lieu ;
- Sans ce Bofip, nous avons écrit le 8 septembre 2021 au ministre des Finances pour attirer son attention sur l'urgence de clarifier le cadre fiscal ; il en allait du **bon fonctionnement** des transactions sur la place financière française, à l'heure où la bascule d'activités entre pays battait son plein ;
- Sur la proposition du ministre, nous avons échangé, **tout au long de l'année 2022**, avec les services de Bercy (DLF, SJCF, DVNI), pour clarifier la situation, et avec la participation du président et du vice-président de la FBF. Le Bofip paru le 15 février 2023 nous a paru aller bien au-delà des commentaires administratifs sur la notion de bénéficiaire effectif, et, nous avons exercé un recours. Un arrêt du Conseil d'Etat du 8 décembre 2023 a **dit le droit** et invalidé en grande partie la position de l'administration.
- Une mission externe avait été confiée en parallèle à une autorité publique de premier plan, Robert Ophèle, ancien sous-gouverneur de la Banque de France et président de l'Autorité des marchés financiers, fin connaisseur des marchés. *Ses travaux ont permis de souligner l'apport essentiel de ces opérations pour le financement*

des entreprises. Il serait sans doute très utile de l'entendre sur son analyse et ses propositions par votre Commission.

- Dans cette nouvelle étape, nous avons à nouveau travaillé avec l'Etat (DGFIP et DLF) pour que, à loi constante, un cadre clair soit établi pour les intermédiaires financiers, les investisseurs et les entreprises émettant leurs actions. **Ceci a abouti en juillet 2024 à une liste d'opérations** qui ne pouvaient être considérées comme constitutives d'un abus de droit. Ce document, finalisé par l'administration fiscale, donne une **compréhension commune** de la réalité des opérations concernées. Nous regrettons qu'il n'ait pas été diffusé.
- Enfin, des banques ont pu écrire directement au ministre pour leur soumettre des propositions et n'ont pas eu de réponse à notre connaissance.
- En 2025, il y a donc eu un avis du Conseil d'Etat, un nouveau texte législatif et un BOFIP ; reprenant cette doctrine.

Nous souhaitons rappeler ces étapes, car depuis des années nous voulons travailler de façon ouverte et constructive pour séparer les opérations légitimes et nécessaires de financement d'entreprise, d'opérations qui n'ont qu'un but fiscal et qui relèvent de contrôles anti-fraude qui sont bien évidemment à maintenir comme on le propose.

De quoi parle-t-on ?

Nous parlons de pratiques d'arbitrage de dividendes appelée communément « Cum-cum ».

Elle fait l'objet d'une **confusion** avec les opérations dites « Cum-Ex » identifiées en Allemagne du fait de spécificités de ce pays qui n'existent pas en France. La fraude « Cum-Ex » consiste pour **plusieurs acteurs (prêteur et acheteur)** à obtenir l'imputation ou le remboursement d'un crédit d'impôt alors que l'administration fiscale n'a perçu qu'une seule retenue à la source. Cette double imputation ou remboursement n'a été possible qu'en Allemagne car le prélèvement de la retenue à la source sur les dividendes allemands et l'émission de l'attestation fiscale permettant l'imputation ou le remboursement, relevaient de la responsabilité de deux personnes distinctes. En France, ceci relève de la responsabilité du seul établissement payeur français.

On ne parle pas de fraude « Cum-ex » en France.

Or, la confusion est entretenue, et j'ai confiance dans le fait que cette audition permettra d'y mettre fin. Ainsi, certains articles de presse évoquent des pertes potentielles, résultant de la fraude « Cum-Cum », de 33 milliards d'Euros entre 2000 et 2020. Revenons à la source de ce chiffre : une étude du Pr. Spengel de l'Université de Mannheim, basée sur des données collectées en Allemagne, qui a connu des pratiques de « Cum-Ex » et de « Cum-cum », pour les extrapoler alors que la France pour la raison indiquée plus haut, n'a pas connu de « Cum-Ex ».

Cette étude prend deux postulats suivants :

1/ 70,9% de l'actionnariat des sociétés du CAC 40 est étranger (donc potentiellement redevables d'une retenue à la source). **FAUX**. Il suffit de consulter les données BdF pour trouver que le pourcentage moyen de détention : 46% entre 2000 et 2020 [au plus haut 54,7% au 31/12/2016], et non de 70,9%.

2/ 100% de ces investisseurs ont intérêt à éluder l'impôt et 50% d'entre eux recourent à la fraude : voici un pur postulat, que personne n'oserait faire, je pense, pour l'impôt sur le revenu. D'une part, une partie des investisseurs non-résidents bénéficient, de par la loi française, d'exonération de la retenue à la source (par exemple les organismes de placement collectif de droit étranger), d'autres ont un crédit d'impôt du fait de conventions fiscales. Ce chiffre de 33 Mds sur 20 ans est **infondé**.

Un calcul théorique a été fait par l'AMF, alors présidée par Robert Ophèle, devant la Commission des finances du Sénat le 1^{er} décembre 2021 : dans des hypothèses maximalistes où tous les titres seraient prêtés par des non-résidents et où toutes les opérations identifiées sont réalisées effectivement à des fins frauduleuses, l'enjeu fiscal serait d'environ 400 millions d'euros par an, ce qui, rapporté au % de non-résidents qui est de 46, serait en fait de l'ordre de 180M€ par an.

C'est pourquoi notre fédération dit et répète qu'il n'y a pas de fraude systémique liée à ces opérations, et que nos efforts collectifs doivent être tournés vers l'établissement d'un cadre **clair** préservant les opérations utiles et assurant la lutte contre celle des opérations frauduleuses.

Je souhaiterais pour ma part apporter deux messages :

- la réalisation des opérations de prêts-emprunts de titres et les marchés dérivés constituent un élément fondamental pour assurer la liquidité des marchés, et donc la valorisation des entreprises ;
- la loi de finances pour 2025 a eu un impact sensible sur la liquidité des marchés, au détriment de la place française, mais aussi des finances publiques.

Il est en effet indispensable de ne pas confondre ce qui ressort des pratiques d'optimisation fiscales agressives, dont pourraient faire usage certains détenteurs étrangers d'actions françaises, de ce qui est un fonctionnement normal du marché qui poursuit un but non seulement légitime, mais indispensable pour les entreprises cotées.

Les premières doivent être combattues et sanctionnées, et des contentieux sont en cours. Les secondes doivent pouvoir être réalisées par des banques depuis la France.

Pourquoi faire ces opérations ? Parce qu'elles correspondent à un besoin économique incontestable :

Un marché d'actions cotées liquide et profond est essentiel pour permettre un financement efficient de l'économie, pour rendre le capital accessible à un coût raisonnable et plus généralement pour répondre aux besoins des émetteurs et des investisseurs. En effet, les marchés actions n'assurent pas spontanément la rencontre de l'offre et de la demande de capital, car les besoins des investisseurs et des entreprises sont rarement alignés par exemple en termes de calendrier *d'investissement ou d'appétit au risque*.

C'est pourquoi les banques répondent à cette problématique à la fois en animant le marché des actions et en offrant des solutions de produits dérivés qui permettent de modifier le profil de risque d'une action sur ces différents paramètres (*risque, maturité, etc...*) et ainsi facilitent la rencontre entre offre et demande.

La liquidité des marchés actions repose donc sur un écosystème réunissant des activités sur dérivés et actions, y compris en prêts / emprunts, et ceci quel que soit le cadre fiscal.

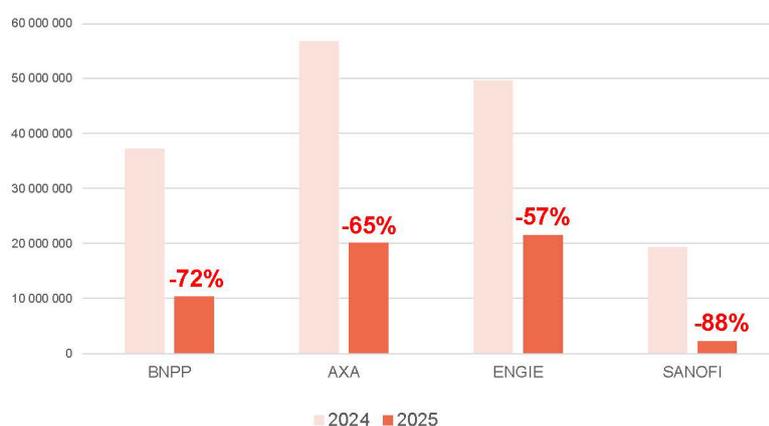
Une étude d'un courtier action ayant observé le marché français note que la part de liquidité apportée par les transactions liées aux prêts-emprunts de titres et aux dérivés est très majoritaire 9/10^{ème} du marché. Si ces opérations ne peuvent plus être réalisées normalement, la liquidité sur les

actions françaises diminue. Cela a des conséquences sur leurs valorisations et se traduit par une augmentation du coût du capital, qui se répercute sur le coût de financement de nos entreprises, donc de notre pays. Cela peut alors inciter des entreprises françaises à se coter ailleurs.

Or que voyons-nous depuis la loi de finances de 2025 ?

Effets des dispositions de la loi de finances pour 2025 sur les opérations sur actions françaises

Contrats à terme sur actions (Single Stock Futures) –
Evolution en volume (quantité de titres équivalent) entre 2024 et 2025



Source : Bloomberg et Eurex



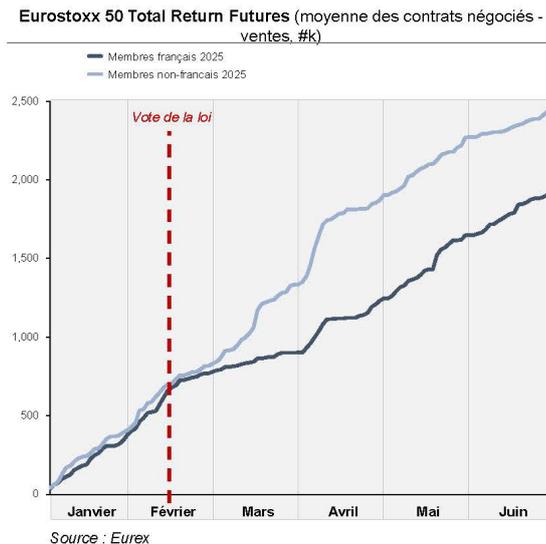
En premier lieu, une forte baisse de l'activité sur le marché des dérivés cotés en bourse. Je vous présente là un graphique qui montre, pour les produits dérivés répliquant 4 grandes valeurs de la bourse de Paris, la chute de l'activité entre 2024 et 2025. Elle est considérable, de plus des deux tiers.

Or, moins de dérivés, c'est dans l'écosystème moins de prêts et d'emprunts de titres, qui en sont la contrepartie. C'est donc pour ceux qui détiennent les actions françaises moins de capacité à pouvoir les prêter.

Or, c'est comme un propriétaire qui ne pourrait pas louer son appartement : moins de marché locatif, c'est à terme une décote pour son bien.

Effets des dispositions de la loi de finances pour 2025 sur les acteurs français

Une perte de souveraineté et de recettes fiscales avec la réalisation de ces opérations désormais majoritairement hors de France : les banques situées hors de France ne sont pas concernées par la nouvelle réglementation relative aux opérations sur actions françaises



En deuxième lieu, c'est une activité qui est en train de quitter la place de France. Je vous projette ainsi un graphique qui montre le nombre de contrats faits par des dérivés sur l'indice européen majeur, l'Eurostoxx 50, depuis le début de l'année. Il y a deux courbes : une qui est celle des contrats faits par des banques basées en France, l'autre qui est celle des banques basées hors de France. La conclusion est très claire : jusqu'au vote de la loi de finances pour 2025 les courbes sont à la même hauteur, il y a autant d'opérations faites depuis le sol national qu'à l'étranger. En revanche, dès l'entrée en vigueur de la loi, il y a un décrochage très net : les opérations se font depuis l'étranger, car elles ne sont pas soumises à la loi française.

C'est donc très dommageable, et doublement dommageable : d'une part ce sont désormais des intervenants basés hors de France à qui nous remettons les clés de la liquidité du marché français. C'est donc un abandon de notre souveraineté. Et d'autre part c'est un manque à gagner pour nos finances publiques : la loi française n'est pas extraterritoriale, les produits dérivés sont, tout à fait légalement, exemptés de retenue à la source quand ils sont traités à l'étranger, même s'ils ont un sous-jacent français. Donc, comme il y a désormais une part majoritaire en cumul qui a été faite depuis l'étranger, il y a moins de recettes publiques, et ce d'autant plus que l'activité a diminué.

En visant l'ensemble de l'activité de prêts-emprunts et dérivés sur actions françaises, le législateur a choisi un dispositif qui, en pratique, pénalise des opérations parfaitement légitimes réalisées par les banques situées en France.

Il est important de réconcilier ces impératifs, il peut exister des solutions qui permettraient dans un cadre français, ou dans un cadre européen, peut-être avec plusieurs grands Etats d'instaurer un dispositif anti-abus efficace. Cela pourrait se faire par exemple en s'inspirant d'un dispositif très différent, celui mis en place aux Etats-Unis. Nous sommes naturellement prêts à contribuer à une telle solution qui établirait ce cadre clair et opérant que nous souhaitons.

En conclusion, je souhaiterais donc rappeler nos principaux messages :

- Dans le plein respect de la souveraineté du Parlement, nous avons depuis des années demandé à l'administration un cadre efficace pour à la fois lutter contre la fraude et assurer le bon fonctionnement de la place française. Nous avons rappelé tous les travaux menés avec l'administration, et nous continuerons à être force de proposition, chacun dans son domaine ;
- Les opérations de prêts emprunts de titres et de dérivés sont capitales pour la place française ; faute de pouvoir définir un cadre opérant et sûr la place court le risque de voir à la fois son rang menacé, avec moins de volume, et des opérateurs qui interviennent depuis l'étranger. C'est clairement un phénomène que nous pouvons observer depuis février 2025 ;
- Nous appelons donc de nos vœux un cadre opérant pour notre attractivité et nos finances publiques.

Monsieur le Président, monsieur le rapporteur général, Mesdames et Messieurs, nous sommes à votre disposition.