

**ANALYSE OBJECTIVE DE LA PROPOSITION  
METTANT EN ŒUVRE UNE COOPERATION  
RENFORCEE DANS LE DOMAINE DE LA  
TAXE SUR LES TRANSACTIONS  
FINANCIERES ET DE SES PERSPECTIVES  
D'AVENIR**

Jury :  
Promoteur :  
Denis-Emmanuel PHILIPPE  
Lecteurs :  
Tarik BAZGOUR  
Julien PONCELET

Mémoire présenté par  
**Sarah CHEUNG**  
En vue de l'obtention du diplôme de  
Master en sciences de gestion  
à finalité spécialisée en  
Banking and Asset Management  
Année académique 2015/2016



**ANALYSE OBJECTIVE DE LA PROPOSITION  
METTANT EN ŒUVRE UNE COOPERATION  
RENFORCEE DANS LE DOMAINE DE LA  
TAXE SUR LES TRANSACTIONS  
FINANCIERES ET DE SES PERSPECTIVES  
D'AVENIR**

Jury :  
Promoteur :  
Denis-Emmanuel PHILIPPE  
Lecteurs :  
Tarik BAZGOUR  
Julien PONCELET

Mémoire présenté par  
**Sarah CHEUNG**  
En vue de l'obtention du diplôme de  
Master en sciences de gestion  
à finalité spécialisée en  
Banking and Asset Management  
Année académique 2015/2016



# Remerciements

---

Ce mémoire a été une réelle opportunité pour moi de cerner les difficultés de la mise en place d'une nouvelle loi. En effet, j'ai pu constater qu'il était aisé de rédiger théoriquement une nouvelle taxe pour une noble cause mais que la pratique en était tout autre. Je dois cette découverte à mon promoteur Denis-Emmanuel Philippe, que je remercie, car il m'a guidée dans la recherche et m'a orientée dans le fil conducteur de ce mémoire.

Ensuite, je souhaite remercier les proches qui m'ont soutenue et qui m'ont permise de réaliser ce travail de fin d'étude. Et, je remercie spécialement mes parents pour leurs encouragements et leurs présences.

Et enfin, je tiens à remercier les lecteurs Tarik Bazgour et Julien Poncelet de l'intérêt qu'ils porteront à mon travail et du temps qu'ils consacreront à sa lecture.



# Synthèse

---

Depuis les années 1970, la taxe sur les transactions financières fait débat parmi les économistes américains. Ce n'est qu'après la crise économique et financière de 2008 que l'Europe se réveille et envisage de prendre des mesures pour surmonter la crise et en prévenir une nouvelle. Dans cette optique, la Commission européenne présente en 2011 la proposition d'une taxe sur les transactions financières commune à l'ensemble de l'UE. L'objectif de la TTF est de faire participer le secteur financier aux dépenses publiques, d'harmoniser le marché intérieur des services financier et de décourager les comportements de spéculation. Mais il était prévisible que la proposition n'allait pas obtenir l'unanimité avec les pays comme le Royaume-Uni, la Suisse et le Luxembourg qui sont des places financières importantes et la Suède qui garde un mauvais souvenir de sa TTF nationale. Toutefois, 11 pays demandèrent une proposition de TTF dans le cadre d'une coopération renforcée. La Commission a alors élaboré une seconde proposition de TTF et l'a présentée en 2013. Depuis lors les pays membres de la coopération renforcée négocient les caractéristiques de la TTF commune.

Certains pays n'ont pas attendu qu'un accord commun aboutisse avant d'agir. En 2012, la France instaure une taxe sur les acquisitions d'actions de sociétés françaises cotées – dont la capitalisation boursière dépasse le milliard d'euros, le trading à haute fréquence et les CDS. L'Italie, quant à elle, décide d'imposer le secteur financier de manière plus large en 2013. Elle taxe non seulement les acquisitions d'actions de sociétés italiennes cotées en bourse – dont la capitalisation boursière dépasse le demi milliard d'euros – mais également celles qui n'y sont pas cotées. De plus elle introduit, dans le champ d'application de la taxe, les transactions sur les produits dérivés dont l'actif sous-jacent est un titre émis par une société italienne. A l'instar de la France, le trading à haute fréquence est aussi pénalisé en Italie.

Ce mémoire examine l'impact des mesures prises par la France et l'Italie afin de définir si les objectifs visés sont atteints. Il expose également les difficultés politiques à déboucher sur un accord au niveau européen et présente des solutions alternatives à une TTF.

**Mots-clés :** Taxe sur les transactions financières, taxe Tobin, crise financière, Union européenne, coopération renforcée.





# Sommaire

---

1	Introduction .....	1
2	La taxe sur les transactions financières (TTF) .....	5
3	La proposition dans le cadre d'une coopération renforcée .....	7
4	Les objectifs de la TTF .....	13
5	L'analyse des pays ayant déjà implémenté cette taxe .....	23
6	Qu'en pensent les institutions et les organismes indépendants ? .....	39
7	Négociation de la TTF en Europe .....	43
8	Solutions alternatives à la TTF .....	47
9	Conclusion.....	49
10	Bibliographie.....	53
11	Annexe .....	63
12	Table des matières.....	65



# 1 Introduction

---

John Maynard Keynes introduit pour la première fois, en 1936, l'idée d'imposer le secteur financier afin de le réguler. L'économiste avait constaté une différence, causée par la spéculation<sup>1</sup>, entre l'évaluation de marché et sa valorisation réelle. Afin de freiner ce phénomène, Keynes suggéra que « la création d'une lourde taxe d'Etat frappant toutes les transactions se révélerait peut-être la plus salubre des mesures permettant d'atténuer aux Etats-Unis la prédominance de la spéculation sur l'entreprise. » (Keynes, 1942, pp. 21-22).

Dans les années 1970, James Tobin développe une nouvelle idée de taxation du secteur financier : celle d'une taxe, sur les transactions de change, proportionnelle à la taille de celles-ci. Selon lui, ce système permettrait de contrôler la volatilité des taux de change due à la spéculation : « The proposal is an internationally uniform tax on all spot conversions of one currency into another, proportional to the size of the transaction. The tax would particularly deter short-term financial round-trip excursions into another currency. » (Tobin, 1978, p. 155).

Ensuite, le 28 septembre 2011 suite à la grande récession, la Commission européenne présente une nouvelle directive proposant un système de taxe sur les transactions financières commun aux 27<sup>2</sup> Etats membres. Cette directive établit que toutes les transactions financières entre deux institutions financières sont imposables à un taux de 0,1% pour les échanges d'actions et d'obligations, et à un taux de 0,01% pour les produits dérivés. Cette proposition ne s'applique que lorsqu'au moins un des participants à la transaction siège dans l'Union Européenne (UE) et a pour objectif :

---

<sup>1</sup>« La spéculation peut se définir comme l'achat (ou la vente) de marchandises en vue d'une revente (ou d'un rachat) à une date ultérieure, là où le mobile d'une telle action est l'anticipation d'un changement des prix en vigueur, et non un avantage résultant de leur emploi, ou une transformation ou un transfert d'un marché à un autre. » (Kaldor, 1939, pp. 2-3).

<sup>2</sup>La Croatie n'entre dans l'UE que le 1<sup>er</sup> juillet 2013.

- « - d'éviter la fragmentation du marché intérieur des services financiers, compte tenu du nombre croissant de mesures fiscales non coordonnées mises en place par les Etats membres;
- de faire en sorte que les établissements financiers participent de manière équitable au coût de la récente crise et de garantir une égalité de traitement fiscal par rapport aux autres secteurs;
- de mettre en place les mesures appropriées pour décourager les transactions qui n'améliorent pas l'efficacité des marchés financiers, en complétant ainsi les mesures réglementaires destinées à éviter de nouvelles crises. »  
(Commission européenne, 2011, pp. 2-3).

Elle cherche également à faire de la TTF une nouvelle source de recettes qui remplaceraient progressivement les contributions nationales au budget de l'UE.

Lors d'un Conseil ECOFIN en 2012, la proposition du 28 septembre 2011 n'a pas obtenu l'unanimité au sein du Conseil. Cependant, en septembre 2012 onze Etats membres<sup>1</sup> (représentant 90% du PIB) de la zone euro soutiennent le système de TTF et demandent à la Commission de présenter une proposition autorisant une coopération renforcée<sup>2</sup>. La Commission a alors analysé les demandes en toute impartialité, c.-à-d. en analysant l'impact sur les Etats participants et non participants à la coopération renforcée ainsi que sur l'ensemble de l'UE. Au vu de cette analyse, la Commission a rassemblé toutes les conditions juridiques pour autoriser l'introduction de la TTF par les onze Etats membres. De ce fait, le 12 décembre 2012 le Parlement européen approuve la proposition et, le 22 janvier 2013, le Conseil autorise les onze Etats à établir un système commun de TTF.

Après l'obtention des accords à différents niveaux, la Commission adopte le 14 février 2013 une proposition de « directive du Conseil mettant en œuvre une coopération renforcée dans le domaine de la taxe sur les transactions financières ». Malgré le retrait de l'Estonie du projet le 8 décembre 2015, la proposition de la TTF reste inchangée pour les autres Etats membres participants. En revanche, ceux-ci souhaitent instaurer la taxe progressivement.

---

<sup>1</sup>Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, Estonie, France, Grèce, Italie, Portugal, Slovaquie et Slovénie

<sup>2</sup>« Procédure par laquelle un minimum de neuf Etats membres de l'Union européenne (UE) sont autorisés à établir une intégration ou une coopération accrue dans un domaine, dans le cadre des structures de l'UE, mais sans la participation des autres pays de l'UE. » (Commission européenne, s. d., §1).

Ce mémoire examine les motifs de la proposition de directive suggérant la mise en œuvre d'une taxe sur les transactions financières dans le cadre d'une coopération renforcée, tente de déterminer les perspectives d'avenir d'une telle taxe et de définir si cette volonté de taxe commune relève d'une utopie ou est au contraire réalisable.

Pour ce faire, la première partie est consacrée à la directive de la Commission européenne, expose les raisons pour lesquelles une telle taxe est souhaitée et en présente les objectifs. La seconde partie compare les pays (France et Italie) qui ont implémenté partiellement cette directive et donne les conséquences de l'introduction de la taxe pour définir si les objectifs sont atteints. La dernière partie révèle les positions publiques et sociales de certaines ONG et institutions indépendante ainsi que la position de différents gouvernements afin de définir les perspectives d'avenir de la TTF et présente des solutions alternatives à cette dernière.



## 2 La taxe sur les transactions financières (TTF)

---

### 2.1 Contexte de l'introduction d'une TTF

La proposition initiale du système de la TTF dans l'UE est le résultat de la crise économique et financière mondiale de 2008. Le secteur financier est le principal responsable du déclenchement de cette crise dont les causes – les « subprimes » et leur titrisation – et les conséquences – la méfiance des banques entre elles, le krach boursier et les faillites de certaines banques dont Lehman Brothers – sont aujourd'hui bien connues.

Les Etats membres de l'UE ainsi que d'autres pays dans le monde sont d'avis que les établissements financiers doivent subir une taxation plus lourde étant donné le coût de la gestion de la crise et la sous-imposition dont ils bénéficient. En effet, la crise a accentué la dette publique de l'UE – passant de 61% du PIB en 2008 à 83,8% en 2012<sup>1</sup> – en incitant les gouvernements à injecter plus de 4 600 milliards d'euros<sup>2</sup> pour soutenir les institutions financières et en répandant l'incertitude sur la stabilité du système économique de l'UE, ralentissant ainsi son activité. Et d'autre part, selon une étude réalisée par PriceWaterhouseCoopers<sup>3</sup>, le secteur financier bénéficie d'une sous-imposition en étant exonéré de la TVA pour la majorité de ses services. Cette exemption, évaluée à 18 milliards par la Commission européenne, est rendue possible par la Directive 2006/112/CE du Conseil.

Dans ces conditions, des Etats membres ont développé de nouvelles taxes dédiées au secteur financier, pendant que d'autres continuaient à appliquer leur système d'imposition spécifique à ce domaine. Ces nouvelles circonstances entraînent trois effets indésirables :

- un traitement fiscal inégal entre les Etats membres vu la naissance de mesures fiscales nationales non harmonisées sur le marché intérieur ;
- un manque – voire une absence – de contribution équitable et substantielle du secteur, par rapport aux autres, au coût de la crise économique de 2008 ;

---

<sup>1</sup>Eurostat. (s.d.). *Tables, Graphs and Maps Interface (TGM) table*. En ligne <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=fr&pcode=tsdde410>

<sup>2</sup>Commission européenne. (2015). *Press-release – Taxe sur les transactions financières : pour que le secteur apporte une contribution équitable*. En ligne [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-11-1085\\_fr.htm?locale=en](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-11-1085_fr.htm?locale=en)

<sup>3</sup>Pwc. (2012). *Review of Current Practices for Taxation of Financial Instruments, Profits and Remuneration of the Financial Sector. working paper N. 31*, pp. 68-69.

- une politique fiscale ne décourageant pas les investissements dans les transactions à risque et improductives.

Par conséquent, le 28 septembre 2011, la Commission européenne soumet une proposition de directive du Conseil établissant un système commun de TTF<sup>1</sup> pour supprimer les effets précités. La base juridique de cette proposition exige l'unanimité du Conseil étant donné qu'elle vise l'harmonisation relative à la législation sur l'imposition des transactions financières au sein du marché intérieur.

A l'occasion de plusieurs réunions du Conseil, de nouvelles variantes de TTF basées sur la proposition initiale ont été suggérées, analysées et débattues. Il en est ressorti que l'unanimité pour un système commun de TTF était difficilement atteignable. Cependant, le 22 juin 2012, les Etats membres qui étaient opposés à la proposition ont réitéré leur position et ont permis ainsi à onze Etats membres d'adresser des demandes officielles de coopération renforcée qui sera autorisée par le Conseil le 22 janvier 2013. De ce fait, la Commission présente la proposition de directive du Conseil mettant en œuvre une coopération renforcée dans le domaine de la TTF<sup>2</sup> le 14 février 2013. Cette nouvelle proposition reprend évidemment le champ d'application et les objectifs de la première proposition, mais renforce également les clauses anti-abus et anti-délocalisation.

---

<sup>1</sup>Commission européenne. (2011). *Proposition 2011/0261 de DIRECTIVE DU CONSEIL établissant un système commun de taxe sur les transactions financières et modifiant la directive 2008/7/CE* (pp.1-33). Bruxelles.

<sup>2</sup>Commission européenne. (2013). *DOCUMENT DE TRAVAIL SWD(2013) 29 final DES SERVICES DE LA COMMISSION RÉSUMÉ DE L'ANALYSE D'IMPACT accompagnant le document : Proposition de directive du Conseil mettant en œuvre une coopération renforcée dans le domaine de la taxe sur les transactions* (pp.1-8). Bruxelles.



## 3 La proposition dans le cadre d'une coopération renforcée

---

### 3.1 Objet et définitions

Ce premier point définit les termes « transaction financière » et « établissement financier » dans le contexte de la proposition du 14 février 2013.

L'achat, la vente, l'échange ou le transfert d'instruments financiers sont considérés comme des transactions financières, au même titre que la conclusion de contrats dérivés, de prise ou de mise en pension et de prêt ou d'emprunt de titres. Les transactions brutes avant toute compensation sont soumises à cette taxe.

Un établissement financier peut prendre une des formes suivantes:

une entreprise d'investissement	une entité de titrisation
un fonds de pension et son gestionnaire	un véhicule de titrisation
un organisme de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)	un établissement de crédit
une institution de retraite professionnelle	une entreprise d'assurance
un fonds d'investissement alternatif (FIA)	une entreprise de réassurance
une société de participation	une entreprise de crédit-bail

Il est aisément observable que le législateur a intégré tous les participants du secteur financier, à l'exception de certains établissements publics qui sont chargés de la gestion de la dette publique. Il a même inséré dans la définition d'établissement financier, les entreprises, les établissements, les organismes et les personnes qui effectuent des transactions financières dont la valeur annuelle dépasse 50% du chiffre d'affaires annuel net moyen global de l'établissement. Mais en règle générale, la TTF s'applique aux établissements financiers, qu'ils agissent en leur propre nom et/ou pour leur propre compte ou au nom de tiers et/ou pour le compte de tiers.

Les transactions telles que les contrats d'assurance, de prêt hypothécaire, de crédits à la consommation, etc. qui regroupent la plupart des activités financières quotidiennes des citoyens et des entreprises ne sont pas considérés comme transactions financières taxables dans le sens de la directive. De même, les transactions effectuées sur les marchés primaires, avec la BCE et les banques centrales nationales ainsi que les transactions en devises sur les marchés au comptant n'entrent pas dans le champ d'application de la TTF. Ces dispositions ont été prises afin de ne pas déstabiliser les politiques monétaires, de ne pas compromettre le

refinancement des établissements financiers et des Etats, de maintenir la libre circulation des capitaux et d'éviter des répercussions sur les ménages.

### **3.2 Champ d'application**

Le champ d'application de la TTF doit être le plus large possible pour, d'une part, maximiser les revenus issus de la taxe, et d'autre part, pour minimiser le contournement de la taxe étant donné que les instruments financiers sont souvent substituables entre eux. En conséquence, les instruments négociables sur les marchés organisés et de gré à gré (OTC) entrent dans le champ d'application de la TTF. Il en va de même pour les instruments financiers qui sont transférés entre entités au sein d'un groupe, même en l'absence d'achat ou de vente.

Des mesures supplémentaires sont introduites afin d'éviter l'évasion fiscale ; sont considérés comme deux transactions distinctes, les échanges d'instruments financiers, tandis que chaque modification substantielle d'une transaction imposable entraîne une seule nouvelle transaction financière imposable. Les produits structurés tels que les warrants, les certificats, les billets à ordre, les titrisations bancaires<sup>1</sup> et d'assurance<sup>2</sup> peuvent tout autant faire l'objet de transactions financières imposables.

Il est également nécessaire de connaître l'étendue géographique de la directive. Si l'une des parties à la transaction financière est établie dans un Etat membre participant à la coopération renforcée, alors la transaction sera imposable dans cet Etat membre (« principe de la résidence »). De même que si les parties à la transaction sont situées dans des Etats membres participants différents, chaque Etat membre taxera la transaction aux taux qu'il aura fixés au préalable. Et enfin, si les parties concernées sont situées dans des Etats membres non participants, la transaction ne sera pas imposable, sauf si l'une d'elles est établie dans un Etat membre participant, alors la partie qui n'est pas établie sur le territoire d'un Etat membre participant sera considérée comme participant et la transaction sera imposable dans les deux Etats.

---

<sup>1</sup>« [...] transfèrent généralement le risque de crédit associé à des actifs comme les prêts ou prêts hypothécaires » (Commission européenne, 2013, p. 9).

<sup>2</sup>« [...] supposent le transfert d'autres types de risques comme le risque de souscription. » (Commission européenne, 2013, p. 9).

### **Illustrations :**

- Une banque belge (Etat membre participant) achète des actions à une société américaine (Etat non membre), seule la banque belge sera imposée en Belgique sur le montant de l'achat.
- Une société allemande (Etat membre participant) vend des obligations à une banque espagnole (Etat membre participant), toutes deux seront imposées dans leur pays respectif sur le montant de la vente et de l'achat.
- Une société italienne (Etat membre participant) achète une option à une banque croate (Etat membre non participant), toutes deux seront imposées dans leur pays respectif sur le montant de la vente et de l'achat.
- Une société britannique investit dans un fond luxembourgeois, aucune des parties ne devra la TTF étant donné qu'elles sont des Etats membres non participants.

Outre le principe de résidence, il existe également le « principe du lieu d'émission » utilisé en dernier recours afin de lutter contre la délocalisation. Ce nouveau principe complétant le premier, vise les parties à la transaction qui ne sont pas établies dans un Etat membre participant, mais qui réalisent des transactions portant sur des instruments financiers émis par les Etats membres participants. Sur base de ce nouveau principe, les parties concernées devront payer la TTF dans cet Etat.

### **Illustration:**

- Une banque luxembourgeoise (Etat membre non participant) vend des actions belges (Etat membre participant) à une banque croate (Etat membre non participant) ; toutes deux devront payer la TTF à la Belgique.
- Une banque américaine (Etat non membre) achète des actions belges (Etat membre participant) ; toutes deux devront payer la TTF à la Belgique.

La seule manière pour une institution financière d'éviter la taxe serait :

1. de délocaliser son siège dans un pays ne participant pas à la zone TTF,
2. de cesser toute transaction financière avec ses clients des 10 pays participant à la coopération
3. et d'arrêter tout échange sur les produits financiers de ces 10 mêmes pays.

En résumé du point 3.1 et 3.2, toute transaction effectuée par une institution financière portant sur un instrument financier quelconque et réalisée sur un marché financier organisé ou non, est visée par la taxe, à l'exception des dérogations citées précédemment.

### **3.3 Exigibilité, montant imposable et taux**

Dès le moment où la transaction financière est effectuée, la taxe devient exigible même en cas d'annulation ultérieure de la transaction sauf en cas d'erreur. Le taux minimum de la TTF diffère suivant les caractéristiques et la nature de la transaction. En effet, les transactions sur les produits dérivés et sur les instruments financiers (autres que les produits dérivés) présentent des caractéristiques différentes.

Dès lors, le montant imposable pour les transactions d'instruments financiers **autres que les contrats dérivés** se base sur le prix ou la rémunération accordée dans le cadre de la transaction. Mais dans le cas où la rémunération est moindre que le prix du marché ou à chaque fois que la transaction est réalisée entre entités d'un même groupe (même si cette dernière ne relève pas les notions d'achat et de vente)<sup>1</sup>, le prix du marché est considéré comme le montant imposable afin d'éviter les distorsions sur le marché.

Le montant imposable pour les transactions<sup>2</sup> sur les **contrats dérivés** correspond au montant notionnel<sup>3</sup> indiqué dans le contrat. Par exemple si une personne investit 100€ pour une option de vente d'obligations à hauteur de 100 000€, le montant de la taxe à payer s'élèvera à 10€ ( $0,01\% * 100\ 000€$ ). C'est donc la valeur du montant sous-jacent qui importe et non celui investi. S'il existe plusieurs montants notionnels, le plus élevé est considéré comme le montant imposable. Le choix de ce montant a pour but de faciliter l'application et le calcul de la taxe, et de permettre une réduction des coûts administratifs. De plus, cette méthode empêche les parties à la transaction – par exemple, deux entités d'un même groupe – de conclure un prix plus bas dans le but de diminuer le montant de la taxe.

Les deux catégories de produits financiers présentent également une nature différente. En conséquence, deux taux s'appliquent en fonction de leur nature :

---

<sup>1</sup>Nous parlons de notions d'achat et de vente lorsque les transferts entre entités demandent une rémunération. Le but du législateur est également d'imposer les transferts sans rémunération entre entités.

<sup>2</sup>Achat, vente, échange, conclusion, transfert et modification substantielle des opérations précitées.

<sup>3</sup>« Montant d'unités monétaires, nombre d'actions ou toute autre unité de poids ou de volume spécifiée dans un contrat dérivé. » (Fortis bank, s. d.)

- 0,1% pour les transactions financières autres que celles concernant les contrats dérivés ;
- 0,01% pour les transactions financières portant sur les contrats dérivés.

Étant donné que ces bases sont des taux de taxation minimaux proposés par la directive, les politiques nationales sont libres de les majorer ou non. Il faut néanmoins savoir que, selon la directive, les taux sont fixés à un niveau assez élevé pour atteindre l'objectif d'harmonisation et assez bas pour minimiser le risque de délocalisation.

Si le paiement de la TTF implique l'application d'un taux de change, le taux pris en considération est celui enregistré sur le marché des changes au moment de l'exigibilité de la TTF.

### **3.4 Paiement de la taxe, obligations connexes et prévention de la fraude, de l'évasion ou des abus**

Gardons à l'esprit que l'un des objectifs de la TTF est de faire contribuer de manière équitable les établissements financiers au coût de la crise et d'établir une égalité de traitement fiscal par rapport aux autres secteurs. Par conséquent, le paiement de la TTF incombe aux établissements financiers plutôt qu'aux citoyens. Dès lors, ces établissements sont redevables de la taxe aux Etats membres participants dans lesquels ils sont considérés comme établis. Toutefois, afin d'éviter une double imposition dans le cas où l'une des parties agit au nom ou pour le compte d'un autre établissement financier, la taxe est redevable par ce dernier.

Le délai fixé pour acquitter la taxe est de trois jours ouvrables à partir de la date d'exigibilité de la taxe, à l'exception des transactions effectuées par voie électronique. La TTF pour ces dernières doit être versée dès l'instant de leur exécution, c'est à dire dès l'instant où la taxe est exigible.

Les Etats membres participants, quant à eux, ont le devoir de veiller à ce que la TTF soit correctement payée dans les délais fixés. Lorsque la TTF due n'est pas versée à temps, chaque partie à la transaction – même s'il ne s'agit pas d'un établissement financier – est considérée comme solidairement responsable du paiement de la taxe. Autrement dit, les Etats membres participants ont le pouvoir de prévoir d'autres personnes que le redevable – même en dehors de leurs frontières – comme solidairement responsables du paiement de la TTF. Les Etats membres participants ont également le devoir de limiter les fraudes et les évasions fiscales relatives à la TTF. À cet égard, ils sont tenus de prendre de nouvelles mesures

législatives concernant l'enregistrement, la comptabilité et la livraison d'informations des transactions financières – par exemple la création de registres nationaux ouverts au public enregistrant les entités TTF. En complément, les Etats membres sont aussi invités à appliquer les dispositions législatives existantes telles que les directives 2011/16/UE<sup>1</sup> et 2010/24/UE<sup>2</sup>, et la convention multilatérale OCDE-Conseil de l'Europe concernant l'assistance administrative mutuelle en matière fiscale.

### **3.5 Dispositions finales**

Afin d'atteindre l'objectif d'harmonisation, il importe que les Etats membres participants ne puissent ni conserver, ni introduire des taxes sur les transactions financières autres que la TTF, à l'exception de la TVA qui relève déjà d'un système commun, les primes d'assurance et les droits d'enregistrement sur les transactions financières qui représentent le remboursement des frais ou la rémunération d'une activité.

### **3.6 Incidence budgétaire**

Si la proposition initiale était appliquée aux 27 pays de l'UE, l'estimation de la recette fiscale relevant de cette taxe s'élèverait à 57 milliards d'euros par an dont 19,4 milliards d'euros provenant des transactions autres que celles sur les contrats dérivés et 37,7 milliards provenant des transactions sur les contrats dérivés<sup>3</sup>.

Toutefois, étant donné que des modifications – l'introduction du principe du lieu d'émission en complément au principe de résidence et la reconsidération des OPCVM et des AIF comme étant des transactions du marché primaire<sup>4</sup> – ont été apportées à la proposition initiale et que la nouvelle directive ne s'applique qu'à 11<sup>5</sup> Etats membres, la nouvelle estimation s'élève à 34 milliards d'euros par an.

Si la proposition initiale sans modifications avait été appliquée aux 11 Etats, le montant aurait pu être compris entre 30 et 35 milliards d'euros par an.

---

<sup>1</sup>DIRECTIVE 2011/16/UE DU CONSEIL du 15 février 2011 relative à la coopération administrative dans le domaine fiscal et abrogeant la directive 77/799/CEE.

<sup>2</sup>DIRECTIVE 2010/24/UE DU CONSEIL du 16 mars 2010 concernant l'assistance mutuelle en matière de recouvrement des créances relatives aux taxes, impôts, droits et autres mesures.

<sup>3</sup>Commission européenne. (2013). *SWD (2013) 28 final: COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT IMPACT ASSESSMENT Accompanying the document Proposal for a COUNCIL DIRECTIVE implementing enhanced cooperation in the area of financial transaction tax Analysis of policy options and impacts*. Bruxelles.

<sup>4</sup>Pour rappel, les transactions sur le marché primaire n'entrent pas dans le champ d'application de la TTF.

<sup>5</sup>Lors de la rédaction de la nouvelle proposition (2013), l'Estonie participait toujours à la TTF.

## 4 Les objectifs de la TTF

---

Cette partie détaille les objectifs de la TTF et explique les raisons pour lesquelles la Commission porte autant d'importance à ceux-ci.

Rappelons-nous que la TTF vise les 3 objectifs suivants :

1. empêcher la fragmentation du marché intérieur issue des différentes mesures fiscales nationales relatives aux transactions financières,
2. obliger les établissements financiers à contribuer de façon substantielle et équitable aux finances publiques,
3. de dissuader les spéculateurs d'investir dans des transactions à haut risque qui ne contribuent pas à l'économie réelle.

### 4.1 Fragmentation du marché intérieur

Certains Etats membres appliquent déjà différentes TTF<sup>1</sup> et d'autres se préparent à en introduire, mais ces diverses approches fragmentent le marché financier européen, distordent la compétition et augmentent le risque de délocalisation des activités financières aussi bien à l'intérieur qu'à l'extérieur de l'UE, mais également le risque de double taxation ou de non taxation. Un exemple historique de fragmentation du marché européen dans le sens de la directive est l'introduction de la taxe sur les transactions financières en Suède en janvier 1984.

La Suède introduit une taxe de 0,5% sur tout achat ou vente de valeurs boursières – la même transaction était donc taxée à 1%. La taxe touchait les options et les transactions utilisant des services de courtage suédois. Les opérations sur l'héritage et les donations étaient, quant à elles, exemptées de l'impôt. La taxe fût introduite car les transactions financières étaient considérées comme « déstabilisatrices de l'économie et promotrices des écarts excessifs de salaires » (Wrobel, 1996) – qui n'étaient pas tolérés dans une société où l'égalité des revenus est primordiale.

En juillet 1986, la taxe avait doublé de valeur et trois ans plus tard, une nouvelle taxe sur les revenus des valeurs mobilières était lancée. Celle-ci s'élevait à 0,002% pour les titres à revenu fixe dont la maturité ne dépassait pas 90 jours et à 0,003% pour les obligations avec une maturité de minimum 5 ans. Mais très vite, cette nouvelle taxe fut abolie en avril 1990.

---

<sup>1</sup>Pour voir les mesures prises par les pays de l'UE, se référer à l'annexe 1 du document SWD (2013) 28 final.

En janvier de l'année suivante, les autorités revinrent sur leur décision et fixèrent de nouveau la taxe sur les transactions à son taux initial, à savoir 0,5%, qui fut également abrogée à la fin de la même année. Diverses raisons justifiaient ces modifications.

Le produit découlant de ces taxes était décevant. La Suède avait estimé les revenus annuels à 1500 millions de couronnes et n'a en réalité réalisé que 50 millions de couronnes en moyenne<sup>1</sup>. Cette tendance peut s'expliquer par le fait que les prix des actions et le volume des transactions s'écroulèrent. En effet, le jour de l'annonce de l'introduction de la TTF, les prix des actions chutèrent de 2,2% – malgré le déclin de 5,35% durant les 30 jours précédant l'annonce qui s'expliquerait par des fuites d'informations – et lorsque le taux de la TTF doubla, le cours des actions chuta de 1% additionnel. De plus, ce système de taxation engendra une migration des transactions vers des Etats moins ou non taxés. Effectivement, après que la taxe ait doublé, 60% du volume de transactions des 11 actions suédoises les plus échangées au pays se délocalisèrent à Londres. En résumé, 30% du volume total des transactions en Suède ont migré dans d'autres pays<sup>2</sup>.

Le marché obligataire fût bien plus touché encore que le marché des actions malgré la différence des taux appliqués. Au cours de la première semaine qui suivit l'entrée en vigueur de la taxe, le volume de transactions des obligations dégringola de 85%. D'autres conséquences<sup>3</sup> ont suivi :

- le volume de transactions sur les futures s'effondra de 98%.
- le volume de transactions sur les options disparut.
- le volume de transactions sur les titres de marché monétaire chuta de 20%.

Après l'abolition de la TTF en 1991, les volumes de transactions sont revenus au niveau antérieur à cette date et ont même considérablement augmenté. La Suède a échoué dans l'implémentation de la TTF car il existait des pays fiscalement plus attrayants engendrant une délocalisation des activités financières. Dès lors, il est nécessaire d'harmoniser le marché afin de ne pas répéter la même erreur et ne pas contraindre le libre échange des capitaux.

---

<sup>1</sup>Campbell, J. & Froot, K. (1994). International Experiences with Securities Transaction Taxes. *University Of Chicago Press*, 289. En ligne: <http://www.nber.org/chapters/c6276>.

<sup>2</sup>Wrobel, M. (1996). *Financial Transactions Taxes The International Experience and the Lessons for Canada (BP419e)*. En ligne [http://www.loppar.gc.ca/content/loppresearchpublications/bp419-e.htm#\(7\)txt](http://www.loppar.gc.ca/content/loppresearchpublications/bp419-e.htm#(7)txt)

<sup>3</sup>Ibid.



Cependant dans le cadre d'une coopération renforcée, il est difficile d'uniformiser le marché unique à l'échelle des Vingt-Sept car l'UE 10<sup>1</sup> à elle seule ne peut empêcher une double taxation. En effet, les Etats membres non participants à la coopération renforcée sont libres de modifier, à tout moment et dans n'importe quelle direction, la manière dont ils imposent les transactions et les institutions financières – à la seule condition que le régime d'imposition soit conforme à la législation internationale de l'UE. Par conséquent seule l'UE 10 présente un marché unique en termes d'imposition sur les transactions financières lorsque celles-ci sont effectuées dans la zone de coopération renforcée. Dans le cas contraire, il est possible que certaines institutions établies dans la juridiction de la TTF doivent payer une taxe propre à un Etat membre non participant en addition à la TTF lorsque la transaction est conclue avec un acteur de cet Etat. Néanmoins, la double imposition ne touche qu'une petite partie des transactions, car, d'une part, seuls 7 Etats membres non participants<sup>2</sup> pratiquent ce type d'imposition financière dont le champ d'application très restreint diffère selon le pays et, d'autre part, les Etats utilisent des accords bilatéraux de double taxation afin d'éviter ce phénomène.

## **4.2 Contribution du secteur financier aux finances publiques**

Bien que la TTF vise 3 objectifs, la raison principale de son introduction est sa contribution au budget de l'UE sans affecter les économies nationales grâce à l'absence de taxation sur les transactions « ordinaires » telles que l'octroi d'un prêt à une entreprise ou à un ménage. La Commission européenne voit en la TTF une nouvelle source de financement qui allègerait la participation des Etats membres.

En effet, le coût total de la crise – l'addition des coûts des finances publiques et des pertes économiques provoqués par la récession – en Europe est estimé entre 15 et 20% du PIB de l'UE<sup>3</sup>. Autrement dit pour l'année 2011, le montant injecté s'élève entre 1.937,8 et 2.583,7

---

<sup>1</sup>Le terme « UE 10 » se réfère aux Etats membres participants à la coopération renforcée dans le cadre de la TTF après le retrait de l'Estonie en 2015. Le terme « UE 11 » est également utilisé lorsque l'Estonie est prise en considération, ainsi que les termes « UE 27 » pour l'ensemble de l'Union Européenne avant l'entrée de la Croatie et « UE 28 ».

<sup>2</sup>Finlande, Irlande, Luxembourg, Malte, Pologne et le Royaume-Unis. Les autres pays adhèrent soit à la Directive, soit ne pratiquent aucunes taxations sur le marché financier.

<sup>3</sup>Commission européenne. (2013). *SWD (2013) 28 final: COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT IMPACT ASSESSMENT Accompanying the document Proposal for a COUNCIL DIRECTIVE implementing enhanced cooperation in the area of financial transaction tax Analysis of policy options and impacts*. pp. 8-12. Bruxelles.

milliards d'euros<sup>1</sup> dont 489 milliards de la Banque Centrale Européenne<sup>2</sup>. Cette dernière a secouru 523 banques<sup>3</sup> de la zone euro en octroyant des prêts d'une durée de 3 ans dans le but de maintenir la circulation de crédits dans l'économie. La grande récession explique donc principalement la volonté d'introduire une « Taxe Tobin ».

L'estimation précise du revenu annuel de cette taxe n'est pas une tâche aisée car les réactions et le comportement du marché sont difficilement prévisibles. La Commission européenne a déterminé le montant de la taxe en tenant compte de deux paramètres ;

- la taille des économies des Etats membres participants, mesurée par leur PIB,
- et la taille des secteurs financiers de ces mêmes Etats, mesurée par la valeur ajoutée du secteur avant impôt (revenu net d'exploitation).

Le premier indicateur suppose que le besoin en services financiers (imposables) d'un Etat augmente et corrèle avec la taille et la richesse de son économie. Il suppose également que la répartition entre les services financiers imposables et non-imposables est comparable dans tous les pays. En 2011 le PIB de l'UE 11 représentait 66,4% du PIB<sup>4</sup> de l'UE 27. En d'autres termes, le revenu total des 11 Etats membres aurait pu s'élever autour de 38 milliards d'euros (66,4%\*57 milliards<sup>5</sup>). Toutefois, un tel calcul ne tient pas compte du fait que certains pays, comme le Luxembourg et le Royaume-Uni, réalisent plus fréquemment des transactions financières dont les montants sont souvent plus élevés. Pour cette raison, la Commission prend en considération le deuxième indicateur qui est la taille du secteur financier. Ce premier suppose que les institutions financières plus grandes sont davantage impliquées dans les transactions imposables que les plus petits établissements. En 2011, la taille du secteur

---

<sup>1</sup>OCDE. (s.d.). *Produit intérieur brut (PIB) – OCDE Data*. En ligne <https://data.oecd.org/fr/gdp/produit-interieur-brut-pib.htm>, consulté le 6 avril 2016.

<sup>2</sup>Thesing, G. & Buergin, R. (2011). ECB Lends 489 Billion Euros for 3 Years, Exceeding Forecast. *Bloomberg.com*. En ligne <http://www.bloomberg.com/news/articles/2011-12-21/ecb-will-lend-banks-more-than-forecast-645-billion-to-keep-credit-flowing>, consulté le 6 avril 2016.

<sup>3</sup>Ibid.

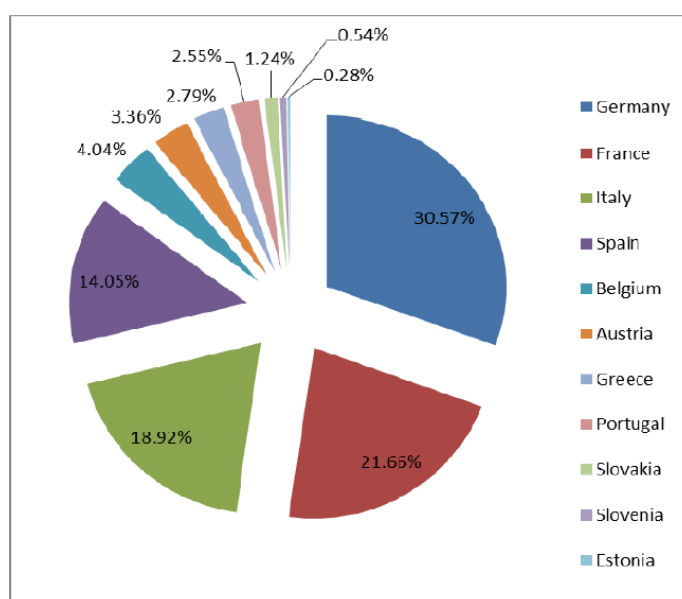
<sup>4</sup>Commission européenne. (2013). *SWD (2013) 28 final: COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT IMPACT ASSESSMENT Accompanying the document Proposal for a COUNCIL DIRECTIVE implementing enhanced cooperation in the area of financial transaction tax Analysis of policy options and impacts*. p. 23. Bruxelles.

<sup>5</sup> Revenu fiscal estimé pour l'ensemble de l'UE en utilisant un taux de 0,1% pour les transactions financières autres que les contrats dérivés, 0,01% pour les contrats dérivés, 0,06% pour les actions et obligations, 0,07% pour les produits dérivés en OTC, 0,03% pour les produits dérivés de change et 0,024% pour le marché des changes au comptant. Une valeur entre 10% et 90% suivant le produit financier a été pris en compte pour le cas d'évasion. (Nerudova & Dvorakova, 2014, p. 3).

bancaire de l'UE 11 représentait 59,8% de celle de l'UE 27, soit environ 34 milliards d'euros (59,8%\*57 milliards) de revenu<sup>1</sup>.

Selon la Commission, la deuxième estimation se basant sur la taille des secteurs semble plus pertinente car les Etats, dont les centres financiers sont plus importants, ne participent pas à la coopérative renforcée. Par conséquent, le législateur retient la seconde méthode de calcul. Toutefois, l'intérêt de l'estimation du revenu sur base du PIB réside dans le caractère stable de ce dernier. En effet, bien que le revenu d'exploitation du secteur bancaire dans l'UE soit pertinent pour calculer le montant de la taxe, il est également plus volatile que le PIB. En combinant les deux méthodes de calculs, la Commission observe que le montant des revenus représente environs 0,4%<sup>2</sup> du PIB de l'UE 11.

En supposant que la participation de chaque Etat membre de l'UE 11 au revenu total soit corrélée avec la taille de son économie (PIB), alors nous obtenons le graphe ci-dessous. La participation de chaque Etat est exprimée en pourcentage du revenu total de l'UE 11 (34 milliards d'euros).



Graph 1 : Les revenus de l'UE 11 selon le PIB en standards de pouvoir d'achat  
(Commission européenne, 2013, p. 24)

<sup>1</sup>Commission européenne. (2013). *SWD (2013) 28 final: COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT IMPACT ASSESSMENT Accompanying the document Proposal for a COUNCIL DIRECTIVE implementing enhanced cooperation in the area of financial transaction tax Analysis of policy options and impacts*. p. 23. Bruxelles.

<sup>2</sup>Ibid.

Le 8 décembre 2015, l'Estonie se retire du projet privant ainsi la Commission d'un revenu d'environ 0,30%<sup>1</sup> du revenu total que l'UE aurait pu engendrer.

Des études – reprises dans le travail « Financial Transaction Tax : Can it be sufficient resource of EU budget when introduced through enhanced cooperations ? » de Danuše Nerudová et Veronika Dvořáková (2014) – ont démontré que, dans le cadre de la coopération renforcée, la TTF n'est pas en mesure de remplacer la participation du Revenu National Brut<sup>2</sup> au budget communautaire et qu'il est nécessaire pour qu'un tel objectif soit atteint que tous les pays de l'UE l'appliquent. Cependant, les bénéfices provenant de la taxe peuvent être utilisés soit dans des investissements publics, soit pour diminuer la dette publique ou diminuer d'autres taxes.

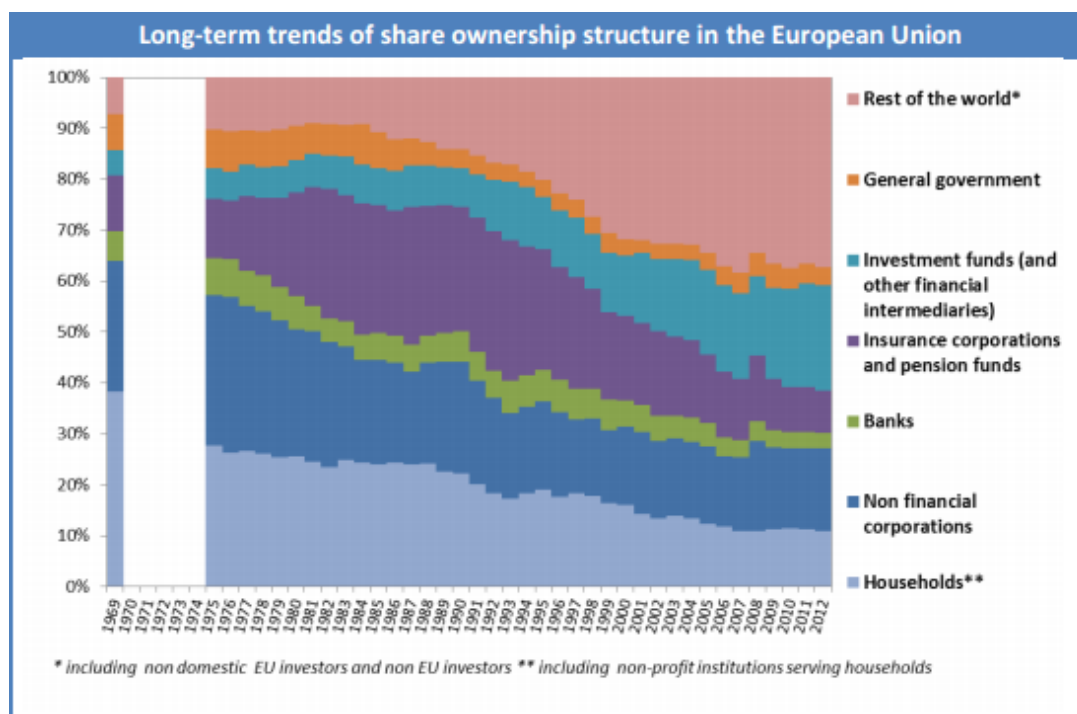
À l'encontre du souhait de la Commission européenne de faire payer la taxe par les institutions financières afin qu'elles participent aux finances publiques, Schwert et Seguin (1993) font remarqué que la charge de la taxe revient principalement aux contribuables. En effet, il existe davantage de propriétaires indirects de titres que de propriétaires directs. Parmi les propriétaires indirects se trouvent notamment les fonds communs ou encore les fonds de pension<sup>3</sup>. De plus, cette tendance s'accroît avec le temps, comme le montre le graphe 2 à la page suivante. L'impact de la TTF sur les utilisateurs finaux fera l'objet d'une analyse future de ce mémoire.

---

<sup>1</sup> En émettant l'hypothèse que les parts restent constantes.

<sup>2</sup> « Le Revenu national brut (RNB) est la somme des revenus primaires (bruts) perçus par les unités résidentes : il se calcule comme la somme du Produit intérieur brut et du solde des flux de revenus primaires avec le reste du monde. » (Magniez et al., 2007, p. 285)

<sup>3</sup> Schwert, G. & Seguin, P. (1993). Securities Transaction Taxes: An Overview of Costs, Benefits and Unresolved Questions. *Financial Analysts Journal*, 49(5), p. 31.



Graph 2 : Tendances à long terme de la structure de l'actionnariat dans l'UE  
(OEE & IODS, 2013, p.20)

### 4.3 Stabilité des marchés financiers

Keynes et Tobin suggérèrent tous deux de taxer les opérations financières dans le but de limiter les mouvements spéculatifs mais beaucoup critiquent cette idée de taxation car elle pourrait également diminuer la liquidité du marché – en augmentant les coûts des transactions, le nombre d'opérations diminuerait – et par conséquent, engendrer des mouvements de prix plus larges.

La TTF s'inscrit dans l'esprit de nos deux économistes, c'est à dire qu'elle vise à diminuer l'arbitrage réglementaire<sup>1</sup>, le flash trading<sup>2</sup>(ou trading à haute fréquence), la gestion de portefeuilles « super » active et l'endettement excessif afin de stabiliser les marchés

<sup>1</sup> « Arbitrage visant à privilégier des solutions de développements risqués afin de respecter les normes prudentielles telles que le Ratio Cooke. Autrement dit, les banques prennent des décisions dont le risque est élevé dans le seul but de respecter les différents critères de la réglementation prudentielle. » (EduBourse, 2011).

<sup>2</sup> « Le Flash trading est une technique informatique [...] hautement sophistiquée pratiquée par le biais d'ordinateurs très rapides afin de permettre aux traders de voir les ordres quelques secondes avant qu'ils n'arrivent effectivement sur le marché. Ce qui permet de détenir un avantage quant à la connaissance du déséquilibre d'un carnet d'ordres en fonction des ordres arrivant et qui permet d'anticiper des mouvements avant les autres traders. » (« Flash Trading définition et explication | Graph seo », s. d.)

financiers. Lorsque la notion de « stabilité des marchés » est mentionnée, il est nécessaire de parler de l'efficacité des marchés.

Keith C. Brown et Frank K. Reilly définissent l'efficacité des marchés de la façon suivante: « An efficient capital market is one in which security prices adjust rapidly to the arrival of new information, and, therefore, the current prices of securities reflect all information about the security. » (Brown & Reilly, 2011, p. 149). C'est donc un marché **dans lequel les prix actuels des titres reflètent toutes les informations les concernant et dans lequel il est impossible de réaliser des profits anormaux** – en supposant que les informations surgissent aléatoirement, de façon indépendante et imprévisible et qu'il existe de nombreux investisseurs en compétition ajustant ainsi rapidement les prix. C'est ce que l'on appelle l'**hypothèse d'efficacité des marchés** (HEM).

Eugene Fama définit, en 1970, trois sous-hypothèses d'HEM suivant la nature des informations:

1. **La faible** : les prix actuels du marché reflètent des **informations historiques** (prix du passé, taux de rendement passé, volume d'échange...).
2. **La semi-forte** : les prix reflètent les **informations publiques** (données des marchés financiers, gamme de produits, personnel de l'entreprise, brevets, qualité des services...).
3. **La forte** : les prix reflètent toutes les informations de sources **privées et publiques**. Les informations privées sont uniquement disponibles pour un cercle très restreint de personnes. Leur utilisation dans le but de s'enrichir personnellement est interdite par la Directive sur les abus du marché<sup>1</sup> de la Commission européenne. Le fait de vendre ou d'acheter des valeurs mobilières sur base d'informations que d'autres ne disposent pas pour s'enrichir au dépend d'autrui compose un délit d'initié.

---

<sup>1</sup>Commission européenne. (2003). *DIRECTIVE 2003/6/CE DU PARLEMENT EUROPEEN ET DU CONSEIL du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché)*. p.2. s. 1.

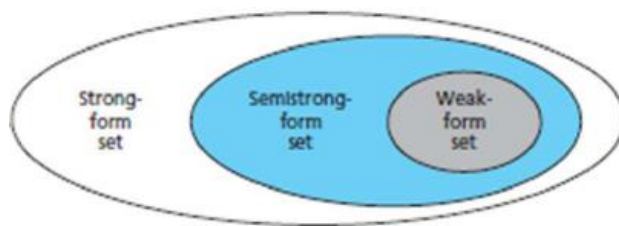


Illustration 1 : Schéma visuel de l'HEM (Hübner, 2015)

Sur base de l'HEM, deux idées majeures influençaient le comportement des investisseurs sur les marchés financiers avant la crise. La première provient des recherches de Kenneth Arrow et Gérard Debreu (1954) et défend que les innovations financières complètent les marchés financiers et encouragent une meilleure gestion et distribution de risque. La seconde idée, partagée par la Banque Centrale Européenne, énonce que les marchés financiers faisant face à un grand nombre de transactions à haute fréquence sont considérés comme hautement liquides et par conséquent, participent à la formation de prix efficient<sup>1</sup>.

La grande récession a démontré que l'efficacité des marchés financiers, à l'instar des deux idées dominantes, ne tenait plus la route. Avant la crise, plutôt que de compléter les marchés financiers, les nouveaux produits financiers permettaient aux fonds d'investir dans des actifs opaques dont les risques étaient difficilement contrôlables. Cette pratique créa une bulle spéculative immobilière et permit de réaliser des profits anormaux allant à l'encontre de l'HEM et de l'opinion de la Banque Centrale Européenne.

Ensuite, le volume des transactions a explosé depuis 2000 suite à la création de nouveaux instruments financiers et à une diminution de la durée de détention de ceux-ci. D'un côté, le volume du marché des changes des 53 pays les plus importants économiquement a augmenté de 20% entre 2007 et 2010 et représentait 15 fois le PIB mondiale en 2010<sup>2</sup> (voir graphe 3). Et d'un autre côté, le volume des produits dérivés sur les marchés de gré-à-gré s'est multiplié par 18 entre 1990 et 2007<sup>3</sup>. Cet accroissement s'explique par la diminution drastique des coûts de transactions – à environ un dixième des coûts des années 1980. Malgré

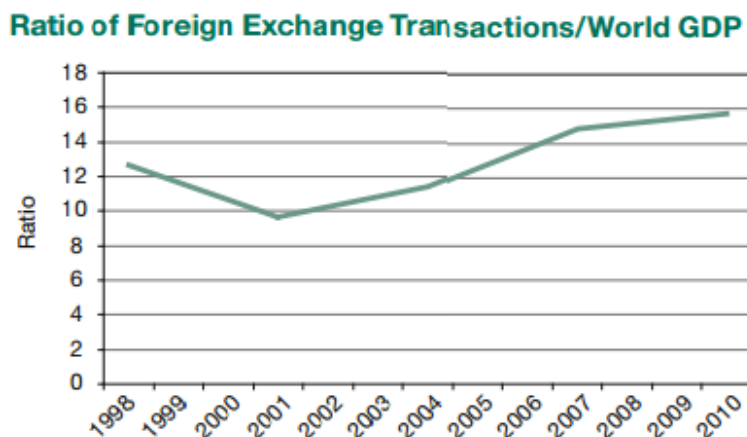
---

<sup>1</sup>Trichet, J. (2004). Avis de la Banque Centrale Européenne du 4 novembre 2004 sollicité par le ministère belge des Finances sur un projet de loi instaurant une taxe sur les opérations de change de devises, de billets de banque et de monnaies. *CON/2004/34*. En ligne [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/fr\\_con\\_2004\\_34\\_f\\_sign.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/fr_con_2004_34_f_sign.pdf).

<sup>2</sup>Fricke, D. & Lux, T. (2013). The effects of a financial transaction tax in an artificial financial market. *Journal Of Economic Interaction And Coordination*, 10(1), p. 2. doi: 10.1007/s11403-013-0116-y

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

l'augmentation de liquidité due aux multiples instruments financiers et à une rotation plus élevée des actifs, les transactions n'ont pas réellement participé à l'efficacité des prix.



Graph 3 : ratio des opérations de change sur le PIB mondial (Schäfer, 2012, p.78)

La TTF souhaite que l'activité des marchés financiers représente davantage l'activité de l'économie réelle afin d'éviter ou réduire les pertes en cas de crise économique et/ou financière. Par conséquent, la TTF vise tout particulièrement les « noise traders ». Ceux-ci sont décrits comme les auteurs de la spéculation qui suivent les tendances des marchés, réagissent à un événement de manière excessive et prennent des décisions d'achats ou de ventes sans faire appel à l'analyse fondamentale<sup>1</sup>. Ces perturbateurs se voient reprocher de trop écarter le prix des titres de leur valeur intrinsèque réduisant ainsi la qualité des informations du marché. En appliquant la TTF, les noise traders sont contraints à réduire leur fréquence de transactions au vu de diminuer les coûts.

Cependant, les économistes ne parviennent pas à s'accorder sur le rôle de la spéculation et de l'impact d'une TTF sur la volatilité des prix. Certains – dont Rühl et Stein (2014) – ont démontré qu'une telle taxe stabiliserait le marché, et d'autres – comme Baltagi, D. Li et Q. Li (2006), Hau (2006), Kupiec (1996) et Pomeranets et Weaver (2011) – ont constaté le contraire. Bien que le lien entre les noise traders et la volatilité des prix ne soit pas nettement défini, les économistes se mettent d'accord sur le fait que le volume des transactions va quant à lui diminuer avec la TTF.

---

<sup>1</sup> « L'analyse fondamentale est une méthode d'investissement qui repose sur l'analyse des comptes de l'entreprise et de son environnement économique. Elle [...] détermine la valeur intrinsèque de l'entreprise. [...] C'est une méthode longue et rigoureuse. » (Actufinance, s. d.)



## 5 L'analyse des pays ayant déjà implémenté cette taxe

---

L'objectif de cette partie est d'analyser les conséquences de l'implémentation partielle de la TTF en France et en Italie (chaque pays a personnalisé le champ d'application de sa TTF sur base de la proposition de la Commission). Pour ce faire, le champ d'application de chaque TTF est décrit afin de permettre une comparaison avec la Directive de la Commission européenne et de comprendre son impact.

### 5.1 La France

La France a adopté une taxe qui est entrée en vigueur le premier août 2012. Celle-ci est constituée en réalité de trois taxes : une sur l'acquisition de certaines actions, une deuxième sur le trading à haute fréquence et une dernière sur les CDS<sup>1</sup>. Le taux de la taxe sur l'acquisition s'élevait initialement à 0,1%, mais elle s'est vue augmenter et est fixée à 0,2% à l'heure d'aujourd'hui. La date d'adoption de la taxe est antérieure à la modification de la directive initiale (2013). Par conséquent, le principe d'émission n'entre pas dans le champ d'application de la TTF française. Contrairement à la première, le taux des deux autres taxes est fixé à 0,01%.

La première taxe frappe toute opération **d'acquisition à titre onéreux** d'un titre de capital<sup>2</sup> ou d'un titre de capital assimilé<sup>3</sup> à condition que (1) la transaction soit négociée sur un marché réglementé français, européen ou étranger, que (2) l'acquisition du titre entraîne un transfert de propriété<sup>4</sup> et que (3) la société émettrice du titre ait son siège social en France et ait une capitalisation boursière de plus d'un milliard d'euros au premier décembre de l'année qui précède celle de l'imposition (au premier janvier 2016, 141 sociétés françaises remplissent ces trois conditions selon la publication des autorités françaises). L'acquisition inclut l'achat

---

<sup>1</sup> Credit Default Swap est un produit dérivé utilisé pour se protéger contre le risque de défaut de paiement d'un Etat ou d'une entreprise.

<sup>2</sup> « Les titres de capital émis par les sociétés par actions comprennent les actions et les autres titres donnant ou pouvant donner accès au capital ou aux droits de vote » (Code monétaire et financier, Article L212-1 A)

<sup>3</sup> « [...] tous les instruments équivalents ou droits représentatifs d'un placement financier dans une entité émise sur le fondement de droits étrangers. » (Code monétaire et financier, Article L211-41)

<sup>4</sup> « Le transfert de propriété de titres financiers résulte de l'inscription de ces titres au compte-titres de l'acquéreur [...] à la date et dans les conditions définies par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers. » (Code monétaire et financier, Article L211-17)

après l'exercice d'une option ou à l'échéance d'un contrat à terme (future ou forward), en cas d'échange ou d'attribution et en contrepartie d'apports.

En revanche, la taxe ne touche en aucun cas la **vente** de produits financiers. Il en est de même notamment pour les opérations d'achat réalisées sur le marché primaire, les transactions commises par une chambre de compensation ou un dépositaire central, les opérations effectuées dans l'intention de favoriser la liquidité d'une action au compte de son émetteur sous certaines conditions (activité de tenue de marché), les cessions temporaires de titres, les échanges de titres entre les sociétés d'un même groupe<sup>1</sup>, les achats d'obligations échangeables ou convertibles en actions et les acquisitions de titres pour l'épargne salariale par les FCP et par les SICAV.

Le montant de la taxe se base sur la valeur d'acquisition du titre. Celle-ci équivaut à la cotation des titres sur le marché le plus liquide<sup>2</sup> – à la fermeture de la journée de bourse précédant le jour de l'échange – lorsque la valeur d'acquisition n'est pas mentionnée dans le contrat. En cas d'échange de titres de différente valeur, les parties à l'échange sont taxées sur la valeur du titre qu'elles acquièrent.

La taxe est calculée sur les positions nettes en fin de journée pour les achats au Comptant<sup>3</sup>. Cela implique que lorsque la quantité achetée de titres est supérieure à la quantité vendue sur la même journée, la taxe est calculée sur les titres restant en possession de l'acheteur. Lorsqu'une option d'achat n'est pas exercée, aucune taxe n'incombe à l'acheteur. De même que lorsque tous les titres sont revendus le jour même de leur achat, la position nette du jour est égale à zéro, par conséquent aucune taxe ne peut être prélevée.

En ce qui concerne les achats au SRD<sup>4</sup>, la taxe est calculée mensuellement en fin de mois. À l'instar des achats au Comptant, les achats au SRD revendus à une date antérieure à la liquidation du mois boursier ne sont pas concernés par la taxe. Dans le cas où l'acheteur décide de faire appel au SRD, la possibilité de reporter sa position et de bénéficier ainsi d'un

---

<sup>1</sup> « [Une société] est présumée [être du même groupe] lorsqu'elle dispose directement ou indirectement, d'une fraction des droits de vote supérieure à 40% et qu'aucun autre associé ou actionnaire ne détient directement ou indirectement une fraction supérieure à la sienne. » (Code de commerce, Article L233-3)

<sup>2</sup> Voir l'article 9 « Détermination du marché le plus pertinent en termes de liquidité » du règlement 1287/2006CE

<sup>3</sup> « Au Comptant » signifie que le paiement est effectué dès que l'ordre d'achat est exécuté.

<sup>4</sup> Le Service de Règlement Différé (SRD) permet d'acheter des titres sans devoir les régler immédiatement mais plutôt en fin de mois, c'est à dire le jour de la liquidation boursière.

mois de crédit supplémentaire s'offre à lui. Le cas échéant, l'achat des titres reportés est également exonéré de la taxe.

La deuxième taxe concerne le **trading à haute fréquence** et a pour vocation de dissuader cette pratique. Par conséquent, son rendement est supposé être nul car en imposant chaque opération de cette pratique spéculative, il est aisé d'annuler sa rentabilité et de ce fait, de cesser cette activité.

En effet, le trading à haute fréquence implique des ordinateurs très puissants dotés d'algorithmes mathématiques qui permettent de passer des ordres successifs d'achat ou/et de vente sur un même titre dans un laps de temps très court. Cette stratégie permet aux établissements financiers de profiter des écarts qui existent entre ces différents ordres et de réaliser une faible marge. L'intérêt de cette technique pour les spéculateurs réside dans sa capacité à multiplier le volume de transactions et d'intensifier ainsi leurs profits. Dès lors, une faible taxation suffirait à décourager le trading à haute fréquence.

Cependant, la taxe ne touche que les transactions de trading à haute fréquence portant sur des actions. Par contre, elle ne se limite pas qu'aux actions cotées de sociétés dont le siège social se trouve en France et ne requière pas un montant minimum de capitalisation boursière. Sont assujetties à la taxe, les sociétés établies en France et qui ont recours au trading à haute fréquence, et ce, qu'importe la nationalité de l'action. Dans ce cas-ci, il s'agit de taxer l'activité réalisée en France par ces sociétés et non le titre en lui-même.

Sont exonérés de la taxe, les ordres de vente et les opérations réalisées dans le cadre d'une activité de tenue de marché même si celles-ci sont effectuées de manière automatisée avec l'aide d'algorithmes mathématiques, car elles sont jugées comme participatives au bon fonctionnement des marchés.

En France, les opérations sont considérées comme « trading à haute fréquence » lorsque la modification ou l'annulation d'ordres d'achat au cours d'une journée de bourse dépasse 80% des ordres passés. Le calcul de la taxe à payer est le montant d'ordres d'achat – annulés ou modifiés – excédant cette limite multiplié par le taux de 0,01%.

La troisième et dernière taxe qui compose la TTF française porte sur les **Credits Default Swaps souverains à nu**. Leurs utilisateurs parient sur la faillite d'un Etat<sup>1</sup>, dès lors il est facile de deviner la raison pour laquelle les CDS souverains sont imposés ; il s'agit de lutter contre la spéculation.

Bien qu'un règlement interdisant l'achat de CDS souverains sans posséder d'obligations de l'Etat concerné soit également entré en vigueur en 2012<sup>2</sup>, la taxe n'est due que lorsque le détenteur du CDS ne possède pas, de manière directe ou indirecte, la dette de l'Etat en question ou une valeur corrélée à cette dette. Le cas échéant, l'acheteur devra prouver sa détention.

L'utilisation de CDS souverains n'est pas condamnable en soi, à condition que ceux-ci servent de transfert de risque de crédit pour protéger l'acheteur de la dette de l'Etat. Il est plutôt inacceptable de spéculer sur la faillite d'un Etat et l'acte pénalisé par cette taxe est celle de se prémunir contre un risque non couru – étant donnée que la dette n'est pas en possession de l'acheteur de CDS.

Sont assujetties à cette taxe, les sociétés établies en France et les particuliers domiciliés fiscalement<sup>3</sup> en France. L'unique exonération de la taxe est identique à celle de la taxe précédente – c'est à dire les opérations réalisées dans le cadre d'une activité de tenue de marché.

---

<sup>1</sup>Il est interdit d'acheter des CDS souverains sans avoir en sa possession des obligations car l'UE considère qu'ils ont amplifié la crise des dettes souveraines en 2011. De ce fait, cette loi a été votée par l'UE en 2011 afin de lutter contre la spéculation.

<sup>2</sup>Regulation (EU) No 236/2012 of the European Parliament and of the Council of 14 March 2012 on short selling and certain aspects of credit default swaps

<sup>3</sup>Une personne est considérée fiscalement domiciliée en France si son lieu de séjour principal se trouve en France ou si elle y exerce son activité principale ou encore si ses intérêts économiques se trouvent en France.

Type de Taxe sur le transactions financières	Champ d'application	Taux	Conditions d'exemption							
			Les opérations de marché primaire	Les opérations des chambres de compensation et dépositaires centraux	Les opérations réalisées dans le cadre d'une activité de tenue de marché	Les opérations réalisées dans le cadre d'un contrat de liquidité	Les opérations intra-groupes et les opérations de restructuration	Les opérations de cession temporaire	Les opérations réalisées dans le cadre de l'épargne salariale	Les opérations portant sur des obligations échangeables ou convertibles en actions
Action	Une acquisition à titre onéreux donnant lieu à un transfert de propriété de titres émis par une société française de plus d'un milliard d'euros de capitalisation.	0,2% du montants de titres achetés concernés par la taxe	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
HFT	Une opération réalisée par une entreprise exploitée en France portant sur des titres de capital réalisée pour compte propre par l'intermédiaire de dispositifs de traitement automatisé.	0,01 %du montant des ordres annulés ou modifié en excédent d'un pourcentage de ceux émis sur une journée de bourse.			✓					
CDS	Un CDS portant sur un Etat de l'Union européenne faisant l'objet d'un achat à nu par un résident français.	0,01% du montant notionnel du contrat.			✓					

Tableau 1 : Récapitulatif des champs d'application, des taux appliqués et les conditions d'exemption (Megarbane, 2014, p.47)

### 5.1.1 L'impact de la TTF française sur les marchés financiers réglementés

Ce point analyse uniquement l'impact sur le marché des actions françaises de la première composantes de la TTF française, en l'occurrence la taxe sur les opérations d'acquisition à titre onéreux. Ce choix s'explique d'une part, par le fait que la taxe sur le trading à haute fréquence ne touche que très peu d'acteurs français car la limite fixée (80%) est très élevée – comme le confirme l'Autorité des Marchés Financiers (AMF)<sup>1</sup> – et d'autre part, par le fait que la taxe sur les CDS souverains soit devenue inutile depuis le règlement interdisant l'acquisition de ceux-ci sans posséder des dettes de l'Etat concerné ou une valeur corrélée à cette dette.

Lorsque la Commission proposa d'instaurer une TTF commune au pays de l'Union Européenne, beaucoup de critiques ont afflué. Les principales objections des détracteurs étaient que la TTF engendrerait la chute des volumes échangés, la détérioration de la liquidité et la délocalisation des échanges vers les pays non taxés ou moins taxés ou encore vers

<sup>1</sup> Megarbane, N. (2014). Quels risques macrofinanciers pour 2014 ?. *Tendances-n. 14*, 48.

d'autres produits financiers n'entrant pas dans le périmètre de la TTF. Afin de vérifier ces craintes, Nicolas Megarbane, analyste quantitatif pour l'AMF, a été chargé de réaliser une analyse<sup>1</sup> des conséquences de la TTF française sur le marché financier.

L'analyste a alors récolté les **volumes d'opérations d'acquisition à titre onéreux** journaliers d'échanges avant et après le jour d'entrée en vigueur de la taxe et les a comparés avec les volumes estimés par son modèle dans le cas où la taxe n'existerait pas. Il a observé une diminution d'environ 10% des volumes d'échanges sur les marchés réglementés et une baisse d'environ 20% pendant la semaine qui a suivi l'implémentation de la taxe. Ces résultats coïncident avec l'étude entreprise par Colliard et Hoffmann (2016) qui ont comparé, quant à eux, le volume de transactions des actions soumises à la taxe en France avec celle d'un échantillon d'actions allemandes comparables négociables sur le même marché, Euronext.

En revanche, l'AMF n'a pas réussi à vérifier l'hypothèse d'un **transfert des volumes** vers d'autres actifs mais a constaté que depuis l'implémentation de la taxe, l'intérêt pour des produits de substitution tels que les CFD<sup>2</sup> augmentait timidement (+3% entre 2012 et 2013). Toutefois, l'AMF insiste sur le fait qu'il est trop tôt pour tirer des conclusions et que cette croissance ne reflète pas la réelle tendance pour ce type de produits financiers.

Afin d'analyser l'impact sur la **liquidité** des marchés, l'analyste a observé l'évolution du spread<sup>3</sup> et de la quantité disponible aux meilleures limites<sup>4</sup> sur Euronext. Il n'a constaté une détérioration des deux indicateurs de liquidité que durant les 5 premiers jours suivant la mise en place de la TTF et n'a mis en évidence aucune dégradation de liquidité à long terme. Cette stabilité s'explique par la participation des teneurs de marché qui essayent de maintenir un faible spread. Ceux-ci, pour rappel, ne sont pas soumis à la TTF et de ce fait, n'ont pas freiné leur activité. Quant à la dégradation des 5 premiers jours, cela s'explique par la diminution de transactions à haute fréquence d'investisseurs réputés très présents aux meilleures limites. Ces observations correspondent aux recherches réalisées par Becchetti, Ferrari et Trenta (2014) et par Meyer, Wagener et Weinhardt (2015) bien que Gomber,

---

<sup>1</sup> Megarbane, N. (2014). Quels risques macrofinanciers pour 2014 ?. *Tendances-n°14*, 47-53.

<sup>2</sup> Le « Contract For Difference » est un dérivé financier généralement négocié sur les marchés OTC. L'acheteur ou le vendeur de ce produit ne possède pas l'actif sous-jacent.

<sup>3</sup> Différence entre le prix auquel il est possible d'acheter un produit financier et le prix auquel il est possible de le vendre. Plus petite est la différence, plus facile est la transaction.

<sup>4</sup> L'ordre à la meilleure limite est un type d'ordre qui est exécuté (en partie ou entièrement) au prix du marché le plus avantageux du carnet d'ordres.

Haferkorn et Zimmerman (2015) ont prouvé une détérioration de la liquidité et que Colliard et Hoffmann (2016) affirment le contraire.

En conclusion après l'instauration de la TTF française, l'impact qui se fait le plus ressentir est la diminution de 10% sur les volumes échangés. L'impact sur la liquidité des marchés reste difficile à définir et aucune tendance de transfert des échanges vers d'autres actifs financiers ne se confirme pour le moment.

## **5.2 L'Italie**

Huit mois après l'introduction de la TTF nationale en France, l'Italie adapte également la Directive initiale de la Commission européenne à son pays. La TTF italienne se décline aussi en trois taxes: la première porte sur les achats de valeurs mobilières émises par des sociétés dont le lieu de résidence est l'Italie, la seconde taxe concerne l'achat et la vente de dérivés dont les actifs sous-jacents sont des actions italiennes et la troisième implique le trading à haute fréquence généré par des ordinateurs qui passent des ordres automatiquement.

Les valeurs mobilières en question incluent les **acquisitions à titre onéreux** – même dans le cas d'exercice d'une option ou après une OST<sup>1</sup> – de titres de capital ou de capital assimilé tels que les DRs<sup>2</sup> et les obligations convertibles. La taxe s'applique à ces valeurs mobilières à trois conditions : (1) l'acquisition doit donner lieu à un transfert de propriété, (2) la société émettrice du titre doit avoir son siège social en Italie et (3) la capitalisation boursière doit dépasser 500 millions d'euros en cas de sociétés cotées. En cas de sociétés non cotées, la taxe s'applique indépendamment de leur capitalisation. En opposition à la France, les autorités italiennes ont listé les sociétés cotées et non cotées qui **ne s'inscrivent pas** dans le champ de la taxe. Cette dernière sera due par tout intermédiaire fiscal intervenant dans l'échange, même si celui-ci ne siège pas en Italie et si la transaction ne se réalise pas en Italie.

Comme son homologue français, la TTF italienne exonère les teneurs de marché. Toutefois, l'institution se présentant en Italie comme teneur de marché doit être approuvée comme tel soit par la Commission des valeurs mobilières italiennes (CONSOB), soit par l'autorité compétente. La taxe exclut également les successions et les donations, les

---

<sup>1</sup>Une Opération Sur Titre comprend les événements qui interviennent dans la vie d'un produit financier. Par exemple : le versement de dividendes, l'échange de titres ou encore le paiement du coupon. Dans la situation actuelle, nous visons les actions acquises par les obligations convertibles et non l'achat d'obligations convertibles.

<sup>2</sup>Un « Depositary Receipt » est un instrument financier émis par une banque pour représenter les valeurs cotées en bourse d'une société étrangère.

acquisitions à titre gratuit, les acquisitions de titres sur le marché primaire, les acquisitions pour les fonds de pension, les acquisitions par les fonds éthiques ou solidaires, les opérations effectuées dans le but de favoriser la liquidité d'une action au compte de son émetteur et les transactions intragroupes dans le cadre d'une restructuration. La liste d'exonérations ci-devant n'est pas exhaustive. En effet, elle indique quelques exceptions en addition aux exonérations de la proposition de la Commission européenne qui sont toujours d'application.

En 2013, le taux de la taxe s'élevait à 0,22% pour les opérations effectuées sur les marchés OTC et à 0,12% pour les opérations réalisées sur les marchés réglementés. Au premier janvier 2014, les taux diminuèrent respectivement à 0,20% et à 0,10%.

À l'instar de la TTF française, l'assiette de la taxe italienne se base sur la valeur de la transaction et le montant dû est calculé sur la position nette journalière des opérations d'achats et de ventes réalisées sur un même produit financier par le même acteur. Cela implique la même conséquence que la TTF française, c'est à dire la possibilité d'éviter la taxe. Celle-ci est prélevée sur l'achat de titres uniquement. Le tableau ci-dessous illustre un exemple de calcul de la taxe.

Market	Long	Short	Price (€)	Net position
On Exchange/MTF	+10	-15	50	-5
Not taxed	+20		49	-
OTC	+15	-5	51	+10
Final Net Position	+5			
Weighted Average Price	$(10 \times 50 + 15 \times 51) / 25 = 50.6$			
Tax base	$5 \times 50.6 = 253$			
Average tax rate	$(15 \times 0,2\% + 10 \times 0,1\%) / 25 = 0,16\%$			
Due Tax	$253 \times 0,16\% = 0.40 \text{ Euro}$			

Tableau 2 : Exemple de calcul de la taxe sur les acquisitions à titre onéreux  
(Borsa Italiana, 2013, p. 12)

La deuxième taxe concerne **l'achat et la vente de produits dérivés** sur action tels que les swaps, les futures, les options, les forwards, les CFDs, les warrants et les certificats dont l'actif sous-jacent (ou la valeur de référence) se compose de valeurs mobilières italiennes qui entrent dans le champ d'application de la TTF du pays. Afin que ces valeurs mobilières soient imposables, elles doivent représenter plus de 50% de la valeur du marché des instruments taxables à la date de conclusion du contrat.



La taxe prélevée sur les produits dérivés est un montant fixe qui varie suivant le type d'instrument financier, la valeur notionnelle du contrat et le marché sur lequel le contrat a été négocié.

IFTT on DERIVATIVES - traded on Exchange and on MTFs		Notional value of the contract (in Euro)							
Financial Instrument	Market	0 up to 2500	2.500 - 5.000	5.000 - 10.000	10.000 - 50.000	50.000 - 100.000	100.000 - 500.000	500.000 - 1.000.000	Above 1.000.000
Futures, certificates, covered warrants and options on yields, measures or indices related to shares	OTC	0,01875	0,0375	0,075	0,375	0,75	3,75	7,5	15
	ON/MTF	0,00375	0,0075	0,015	0,075	0,15	0,75	1,5	3
Futures, warrants, certificates, covered warrants and options on shares	OTC	0,125	0,25	0,5	2,5	5	25	50	100
	ON/MTF	0,025	0,05	0,1	0,5	1	5	10	20
<ul style="list-style-type: none"> <li>Share swap contracts, related yields, indices or measures</li> <li>Share forward contracts and related yields, indices or measures</li> <li>Contracts for difference on shares and related yields, indices or measures</li> <li>Any other cash settled securities linked to shares and related yields, measures, indices</li> <li>Combinations of the above contracts and securities</li> </ul>	OTC	0,25	0,5	1	5	10	50	100	200
	ON/MTF	0,05	0,1	0,2	1	2	10	20	40

Tableau 3 : Classification de la taxe due selon les différentes catégories  
(Borsa Italiana, 2013, p. 22)

La troisième taxe impose le **trading à haute fréquence**. Les opérations financières sont considérées comme trading à haute fréquence lorsque les modifications ou les annulations automatiques d'ordres – effectuées par un ordinateur muni d'un algorithme – dépassent 60% du total des ordres placés au cours du jour de transaction et se produisent dans un laps de temps plus court qu'une demi-seconde. La période prise en compte est le temps entre le placement d'ordre d'achat ou de vente et la modification ou l'annulation de celui-ci par le même ordinateur. Le taux de la taxe s'élève à 0,02% et s'applique sur la valeur modifiée ou annulée des ordres excédant le seuil de 60%.

### 5.2.1 L'impact de la TTF italienne sur les marchés financiers réglementés

Contrairement à la France, peu d'études se sont penchées sur le cas de l'Italie. Coelho (2014) et Rühl et Stein (2014) s'accordent à dire que l'introduction de la TTF italienne ne semble pas avoir impacté le volume de transactions. Selon Rühl et Stein (2014), les investisseurs auraient pris leurs dispositions avant l'entrée en vigueur de la taxe afin de l'éviter. Par conséquent, le volume de transactions est resté inchangé après l'instauration de la TTF.

Coelho (2014) tient un tout autre discours. Selon elle, cette stabilité est due à une combinaison plus complexe de facteurs fiscaux. Étant donné que les transactions sur les marchés OTC sont deux fois plus taxées (0,2%) que celles exécutées sur les marchés réglementés (0,1%), une partie des opérations des marchés de gré-à-gré se déplace vers les marchés réglementés. La proportion du déplacement est estimée à 45% du volume des marchés OTC pré-TTF. Cette constatation expliquerait également la diminution du volume OTC. Il y a donc un transfert de volume vers des actifs financiers qui se négocient sur les marchés réglementés.

L'AMF, quant à elle, constate une diminution significative des volumes Lit et Dark<sup>1</sup> entre 2012 et 2013. Cette baisse est estimée à 35% de l'ensemble des volumes échangés. L'autorité publique française arrive à la même conclusion que Coelho (2014) : un transfert significatif des marchés de gré-à-gré vers les marchés organisés s'opère. En effet, les volumes OTC entre avril et juin représentait habituellement 50% des volumes totaux contre 15% sur la même période en 2013. Toutefois, les estimations sont à considérer avec légèreté car l'observation se base sur une courte période de 3 mois – après la mise en place de la taxe – et l'AMF ne compare seulement que les volumes d'une année à l'autre sans effectuer de calculs rigoureux comme pour la France.

Du point de vue de la liquidité, Coelho (2014) et Rühl et Stein (2014) ne parviennent pas à se mettre d'accord sur l'impact engendré par la TTF. Le bid-ask spread<sup>2</sup> (indicateur de liquidité) augmente selon Rühl et Stein (2014) et diminue suivant Coelho (2014).

### **5.3 Les TTF locales atteignent-elles les objectifs de la Commission européenne ?**

Beaucoup d'analyses antérieures à l'introduction de la TTF ont été réalisées pour évaluer l'impact et les conséquences d'une telle taxe. Cependant peu d'entre elles sont consacrées à estimer l'impact post-TTF par rapport aux objectifs de la Commission. Dès lors, cette section a pour but de déterminer si les objectifs de la TTF ont été atteints. Pour ce faire, les résultats en matière de fragmentation du marché, de contribution des établissements financiers aux finances publiques et de stabilité de marché de la France et de l'Italie seront analysés.

---

<sup>1</sup> Lit reprend le marché réglementé et MTF. Dark désigne les autres lieux de négociation (OTC).

<sup>2</sup> Plus le bid-ask spread est grand, moins liquide est le marché.

### **5.3.1 Éviter la fragmentation du marché intérieur**

Au vu des champs d'applications divergents de la France et de l'Italie, l'objectif d'harmonisation est loin d'être atteint. En effet, la proposition initiale de la TTF commune s'applique à toute opération d'achat **et** de vente d'actions cotées ou non tandis que la TTF française ne vise que les opérations d'achat d'actions cotées d'entreprises ayant une capitalisation boursière dépassant 1 milliard d'euros. De son côté, l'Italie élargit son périmètre et taxe les achats d'actions d'entreprises cotées – si la capitalisation dépasse 500 millions d'euros – et d'entreprises non cotées. Ensuite, la France exonère les produits dérivés que l'Italie impose. Et pour finir, les deux pays pénalisent les transactions à haute fréquence, mais le seuil déclencheur de la taxe en France est de 80% tandis que celui de l'Italie est de 60%. Une fois de plus, la France est plus laxiste que l'Italie. Bien que la TTF italienne se rapproche davantage de la proposition, elle ne couvre pas le périmètre souhaité par la Commission européenne.

Toutefois, la France se détourne du seul<sup>1</sup> principe de résidence en Europe – d'une des deux parties à la transaction – et anticipe le problème de délocalisation en adoptant un principe de territorialité visant le domicile du siège social. Il est plus difficile de mettre en œuvre la délocalisation des sièges sociaux que celle des transactions sur les titres français. L'Italie a alors ingénieusement suivi l'exemple de son prédécesseur.

Jusqu'à présent, aucune étude mesurant l'impact de la TTF n'a été consacrée à l'analyse d'une probable délocalisation des transactions ou d'une perte d'intérêt des investisseurs envers les actions françaises et italienne.

### **5.3.2 Faire contribuer les établissements financiers aux finances publiques**

Lors de l'introduction de la TTF française (août 2012), les autorités nationales avaient estimé pouvoir générer un revenu de 537 millions d'euros d'ici la fin de l'année 2012 et un revenu de 1,6 milliard d'euros pour une année pleine d'imposition<sup>2</sup>. Cependant, seuls 198 millions d'euros ont été récoltés par la taxe sur les acquisitions à titre onéreux, 1 million d'euros rassemblés par la taxe sur les CDS à nu et aucun revenu n'a été créé par les

---

<sup>1</sup>Au moment de la mise en place de la TTF française, le principe d'émission n'existait pas encore.

<sup>2</sup>Sénat. (2013). *Projet de loi de finances pour 2014 : Le budget de 2014 et son contexte économique et financier*. En ligne <http://www.senat.fr/rap/113-156-1/113-156-114.html#fn99>

transactions à haute fréquence<sup>1</sup>. En 2012, la taxe a récolté un total de 199 millions d’euros sur les 537 millions d’euros prévus.

Ces montants correspondent aux estimations de la Commission européenne mais diffèrent d’autres analyses. Le tableau ci-dessous résume les différentes estimations et résultats calculés par les experts en la matière.

**Tableau 4 : Estimations en millions du revenu généré par la taxe française**

		2012	2013	2014
<b>Capelle-Blancard et Havrylchyk</b>	Prévision	530	1600	-
	Réalisation	200	800	-
<b>Meyer et al.</b>	Prévision	170	500	500
	Réalisation	Non défini	-	-
<b>OECD</b>	Prévision	-	-	-
	Réalisation	145	697	-
<b>Ministère des finances</b>	Prévision	537	700	780
	Réalisation	199	766	871
<b>Commission européenne</b>	Prévision	530	700	741
	Réalisation	198	-	-

Les prévisions et les estimations des revenus perçus ne coïncident pas toujours. En effet, les prévisions pour 2013 varient de 500 millions à 1,6 milliard d’euros et les estimations réelles fluctuent entre 697 millions et 800 millions d’euros. Ces différences de résultats s’expliquent par l’utilisation de modèles de calcul différents.

Selon le ministère des finances, la TTF dépasse ses objectifs depuis 2013 tandis que Capelle-Blancard et Havrylchyk (2014) démontre le contraire. Les autorités françaises expliquent l’écart entre les prévisions et l’estimation réelle par « la baisse généralisée des volumes de transactions sur les marchés mondiaux observée depuis 2011, année sur laquelle la prévision de recettes a été calibrée. » (Sénat, 2016) mais également par l’interdiction

---

<sup>1</sup>Hemmelgarn et al. (2015). Financial Transaction Taxes in the European Union. *working paper N. 62*, p. 21. En ligne [http://ec.europa.eu/taxation\\_customs/resources/documents/taxation/gen\\_info/economic\\_analysis/tax\\_papers/taxation\\_paper\\_62.pdf](http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/gen_info/economic_analysis/tax_papers/taxation_paper_62.pdf)

d'achat de CDS à nu introduite par la Commission européenne peu de temps après la TTF française.

Au vu des modèles de calcul disparates et des données incomparables entre elles, cette section prend compte des tendances de l'année 2012 pour conclure que la TTF française n'atteint pas l'objectif souhaité en matière de contribution aux finances publiques.

L'Italie rencontre également un problème de divergence de résultats. En effet, Coelho (2014) estime le revenu perçu de l'année 2013 à 557,49 millions d'euros tandis que Schäfer (2015) l'évalue à 200 millions d'euros. Quoi qu'il en soit, ces montants restent largement en dessous de la prévision officielle d'un milliard d'euros<sup>1</sup>.

### ***5.3.3 Dissuader les spéculateurs et stabiliser les marchés***

Malgré le manque de dispositif spécifique au trading à haute fréquence dans la proposition de directive, les deux pays décident de pénaliser cette pratique en la soumettant à la taxe. Comme prévu, aucun revenu n'a été récolté sur ce type de transactions étant donné que l'objectif était de dissuader le trading à haute fréquence. Par conséquent, ce dispositif participe pleinement à l'objectif de lutter contre la spéculation. La question qui se pose alors est la suivante: le dispositif actuel est-il suffisant pour décourager la spéculation à lui seul?

En effet, le système actuel qui définit l'assiette taxable des opérations d'acquisition à titre onéreux permet aux investisseurs d'éviter l'imposition. De fait, les positions nettes qui sont égales à zéro en fin de journée ne sont pas affectées par la taxe. Par conséquent, un spéculateur peut effectuer autant de transactions qu'il souhaite sur une journée sans être soumis à la TTF à condition que les ordres ne soient pas exécutés par un algorithme mathématique et que sa position nette en fin de journée soit égale à zéro.

Afin de pousser le vice, cette méthode de calcul s'applique également au SRD. Pour rappel, le SRD permet d'acheter et de vendre un titre sans devoir le régler ou le livrer immédiatement et de reporter son obligation à la fin du mois. De ce fait, l'investisseur

---

<sup>1</sup>Ibid. p. 22

utilisant le SRD bénéficie d'un effet de levier : il a la possibilité d'acheter ou de vendre à découvert<sup>1</sup>.

L'objectif de neutraliser les spéculateurs avait pour volonté de stabiliser les marchés financiers car ceux-ci étaient accusés – à tort ou à raison – de les rendre instables. Encore une fois, les recherches s'accordent difficilement sur les conséquences de la TTF sur la volatilité. Du côté de la France, la majorité des études conclut que la TTF n'a aucun effet sur la volatilité tandis que Becchetti et al. (2014) confirment un impact néfaste sur celle-ci. En Italie, Rühl et Stein (2014) observent une amélioration au niveau de la volatilité tandis que Coelho (2014) et Sramko (2015) ne détectent aucun changement. Le tableau ci-dessous rassemble les observations de chacun suivant le pays.

**Tableau 5 : Résumé des effets de la TTF sur la volatilité par auteurs et pays**

<b>Auteurs</b>	<b>Pays</b>	<b>Volatilité</b>
Becchetti et al. (2014)	France	Effet négatif
Capelle-Blancard et Havrylchyk (2014)	France	Aucun effet
Coelho (2014)	France et Italie	Aucun effet
Colliard et Hoffmann (2016)	France	Aucun effet
Haferkorn et Zimmermann (2013)	France	Aucun effet
Rühl et Stein (2014)	Italie	Effet positif
Sramko (2015)	France et Italie	Aucun effet

La tendance générale des recherches ne montre aucune amélioration de la volatilité suite à l'introduction de la TTF, que ce soit en France ou en Italie. Il apparaît même que la volatilité s'aggrave dans le cas de la France. Selon les observations, la TTF ne parvient pas à stabiliser les marchés financiers.

En conclusion, les TTF française et italienne rencontrent des difficultés à respecter les objectifs visés par la Commission européenne. Bien que les TTF nationales soient une nouvelle source de revenu pour les Etats, elles ne sont pas à la hauteur des espérances et ne

---

<sup>1</sup> Une opération d'achat effectuée sans avoir la totalité des fonds nécessaires constitue un achat à découvert. L'objectif est de revendre les titres impayés à un prix plus élevé et de réaliser un profit sur la différence des prix. À l'inverse, la vente à découvert consiste à vendre un actif sans le détenir. L'investisseur parie alors sur une baisse des prix.

semblent pas apporter plus d'avantages. Au contraire, il apparaît même qu'elles occasionnent plusieurs désavantages exposés dans la section suivante.

#### **5.3.4 *L'impact de la TTF sur les utilisateurs finaux***

Selon la société de consultance Oxera, la proposition de TTF engendre un impact économique plus néfaste que les bienfaits qu'elle apporte. La société remarque que l'accroissement des coûts de transactions se reflète sur le rendement des utilisateurs finaux des services financiers. En effet, le coût des capitaux propres et des actions émises augmentent car les établissements financiers n'assument pas la taxe et transfèrent les coûts liés à celle-ci aux clients. Les utilisateurs de services financiers ne sont pas uniquement les établissements financiers entre eux, mais ils comprennent également les ménages et les entreprises à besoin de financement. Par conséquent, la TTF accroît le coût de financement des entreprises et des Etats – si la France et l'Italie décident d'imposer les obligations d'Etat – ou réduit le rendement des investisseurs si ceux-ci ne trouvent pas d'investissements équivalents qui échappent à la taxe.

Effectivement, si un investisseur voit son rendement diminuer, il essaiera de le compenser en exigeant, de la part de l'entreprise émettrice, un taux de rendement supérieur à celui initial, faute de quoi il investirait ailleurs. Dans le cas où l'entreprise accepte d'octroyer un taux plus élevé, elle verra son coût du capital augmenter et sera contrainte de réduire ses investissements dans l'économie réelle. Dès lors en généralisant la situation, un ralentissement économique et une diminution du PIB se feraient sentir. L'augmentation des coûts et la diminution du rendement ne constituent donc pas le problème. L'inquiétude principale porte plutôt sur l'économie réelle.

De plus, Oxera estime également que la TTF engendre un alourdissement du coût des produits financiers « standards ». D'après ses recherches, les taux des prêts bancaires auraient augmenté en moyenne de 0,2%. Elle illustre cet accroissement par les exemples suivants :

- « - une entreprise de petite taille qui obtient un prêt progressif de 100 000€ sur dix ans devrait payer un montant supplémentaire de 1 200€ d'intérêts à cause de la TTF ;
- un prêt hypothécaire de deux ans à taux fixe coûterait 80€ de plus, en supplément des frais d'arrangement et des intérêts. » (Oxera,2014)

La société estime également que le coût de rendement minimum garanti des produits d'investissement de détail<sup>1</sup> augmenterait significativement et que la TTF ajouterait jusqu'à 0,6% au coût par an. Le rendement total sur un investissement de dix ans peut alors se voir diminuer de 9% par rapport à celui d'origine. Un investissement de 1 000€ perd 90€ de rendement.

Le cabinet de conseil Oliver Wyman rejoint l'avis du consultant Oxera et conclut dans son rapport dédié à l'impact de la TTF sur les utilisateurs finaux par : « [...] Alors que la TTF envisagée concerne les transactions sur titres opérées par des intermédiaires de marché traitant de manière régulière, le coût généré par la taxe toucherait de facto également les utilisateurs finaux [...]. Le coût du financement serait plus élevé pour les entreprises [...]; les fonds de pension, les assureurs et les gestionnaires d'actifs verraient leurs investissements se déprécier ; les coûts liés à la gestion des risques seraient plus onéreux pour l'ensemble des utilisateurs finaux. Les perturbations occasionnées sur les marchés financiers auraient également des incidences sur les utilisateurs finaux, via une hausse des coûts et des bouleversements concurrentiels au sein du système bancaire, ainsi qu'une moins bonne gestion des risques financiers. Ces coûts probables doivent soigneusement être évalués au regard des avantages potentiels de la taxe. » (Oliver Wyman, 2013).

---

<sup>1</sup> « L'investissement de détail dans les marchés financiers passe en grande partie par des solutions d'investissement «toutes prêtes» ( packaged ). » (Commission européenne, 2009, p.3)



## 6 Qu'en pensent les institutions et les organismes indépendants ?

---

### 6.1 La Fédération Bancaire Française (FBF)

La Fédération bancaire française est une organisation professionnelle qui rassemble aussi bien les banques installées en France que les banques françaises établies à l'étranger. Sans surprise la FBF est ouvertement opposée à la mise en place de la TTF car elle a pour rôle principal de promouvoir les activités bancaires et financières françaises sur les marchés internationaux.

Selon la FBF, le projet de la taxe sur les transactions financières européennes (TTFE) est contreproductif car il va à l'encontre du principe de l'Union des marchés de capitaux<sup>1</sup> de la Commission européenne dont l'objectif est d'améliorer le financement de l'économie dans l'UE. La FBF affirme que le projet « pénaliserait le financement par les marchés auquel les entreprises ont de plus en plus recours et le développement des financements alternatifs innovants en Europe. [*sic*] » (Fédération bancaire française, 2016).

En contraignant davantage l'accès aux marchés financiers, la compétitivité se détériorerait par rapport aux places financières hors zone euro qui bénéficieraient, dès lors, d'un avantage concurrentiel. De ce fait, la FBF craint une délocalisation probable d'activités financières des banques si la TTFE s'implémente comme prévue en termes de champs d'application. Dans le cas échéant, la fédération soulève que la collecte du revenu de la taxe disparaîtrait et les Etats perdraient également les revenus fiscaux existants étant donné que les activités devenues non-rentables se seront délocalisées. Le discours complet tenu par Marie-Anne Barbat-Layani, directrice générale de la FBF peut être consulté en annexe 1.

---

<sup>1</sup> « L'Union des marchés des capitaux (UMC) est un projet de la Commission européenne pour mobiliser le capital en Europe. Il vise à l'orienter vers toutes les entreprises, y compris les PME, et vers les projets d'infrastructures qui en ont besoin pour se développer et créer des emplois. En associant épargne avec croissance, il offrira de **nouvelles opportunités pour les épargnants et les investisseurs**. Des marchés des capitaux renforcés et plus intégrés feront **baisser le coût du financement** et rendront le système financier plus efficace. Tous les 28 Etats membres de l'UE bénéficieront de la construction d'un véritable marché unique pour le capital. » (Commission européenne, 2015)

## **6.2 Le Fond Monétaire International (FMI)**

Le Fond monétaire international est une organisation qui « a pour mission de promouvoir la coopération monétaire internationale, de garantir la stabilité financière, de faciliter les échanges internationaux, de contribuer à un niveau élevé d'emploi et à la stabilité économique et de faire reculer la pauvreté. » (FMI, 2004, p.2).

Lors d'un sommet du G20 en juin 2010, ce dernier demanda au FMI d'analyser l'impact économique et financier d'une TTF. Il en est ressorti que, tout comme la FBF, le FMI partage un avis défavorable à l'instauration d'une TTF. Il soulève les principales critiques à l'encontre d'une telle taxe si celle-ci était pleinement appliquée, à savoir ;

- la réduction de volume échangé,
- la dégradation de la liquidité sur les marchés,
- l'augmentation de la volatilité des prix,
- la détérioration de l'efficacité des marchés car ceux-ci s'adaptent moins rapidement aux changements des analyses fondamentaux,
- une diminution de la répartition des risques car certains produits dérivés ont pour but de couvrir un risque,
- mais aussi la réduction de la valeur des titres et l'augmentation du coût du capital.

Le FMI défend l'idée qu'une TTF n'est pas la solution pour sortir de la crise causée par une bulle spéculative, car celle-ci est le résultat d'une utilisation excessive d'effet de levier et non d'un volume excessif de transactions – bien que selon Antonio Gambini du Centre national de coopération au développement, les bulles spéculatives sont les conséquences de l'accroissement du volume des transactions et des liquidités des marchés. Par conséquent, le FMI considère que la TTF n'est pas adaptée pour stabiliser les marchés et pénaliser la spéculation. Il propose en revanche, afin de décourager l'effet de levier, la création d'une taxe sur le montant des dettes d'un établissement financier.

Les deux solutions alternatives à la TTF proposées par le FMI seront présentées dans une section ultérieure de ce travail.

### **6.3 La « European Forum of Securities Associations » (EFSA)**

La « European forum of securities associations » est une collaboration qui rassemble plusieurs associations financières actives en Europe. Celles-ci sont au nombre de huit et sont l' « Association for Financial Markets in Europe » (AFME), la « French Association of Financial Markets » (AMAFI), la « Spanish Asociación de Mercados Financieros » (AMF), l' « Italian Association of Financial Intermediaries » (ASSOSIM), la « Danish Securities Dealers Association » (DSDA), la « German Federal Association of Securities Trading Firms » (bwf), la « Polish Securities Dealers Association » (IDM) et la « Swedish Securities Dealers Association » (SSDA). L'EFSA sert de forum de partage d'informations à ses adhérents mais également de messenger, pour véhiculer son avis, lorsqu'une décision concernant les marchés financiers doit être prise pour l'ensemble de la zone euro ou de l'UE.

Le 9 septembre 2014, l'EFSA écrit une lettre ouverte dans laquelle elle indique que la la TTFE constituerait un frein à la reprise économique et aurait un impact négatif sur les marchés financiers européens. Selon elle, la TTFE provoquerait une diminution de liquidité qui engendrerait une perte de confiance sur les marchés financiers et ferait des utilisateurs finaux de ces services les plus grandes victimes de la taxe. L'exemption de certaines catégories d'actifs financiers et l'exemption des activités des teneurs de marché n'épargnent pas l'augmentation des coûts de financement et la diminution des valeurs des actifs. De plus, l'EFSA ajoute que les sociétés sont parfois obligées de recourir aux produits dérivés pour se couvrir d'un risque qu'elles ne souhaitent pas prendre et que l'introduction de la TTFE augmenterait inmanquablement le coût de gestion de risque.

Afin d'appuyer ses dires, l'EFSA utilise l'étude d'Oliver Wyman pour exprimer clairement son opposition à la mise en place d'une telle taxe.

## 6.4 Les Associations à but non lucratif

Les associations sans but lucratif, **AIDES** (association luttant contre le VIH/sida et les hépatites), **ATTAC** (association luttant contre « l'hégémonie de la finance et la marchandisation du monde » (ATTAC, 2016)), **Coalition PLUS** (coalition de quatre associations<sup>1</sup> luttant contre le VIH/Sida), **ONE** (organe internationale luttant contre l'extrême pauvreté) et **Oxfam** souhaitent vivement l'expansion de la TTF au niveau européen et ont fait appel à la chancelière allemande et au président de la république française pour presser l'UE. Ils exigent également des chefs d'Etats de garantir publiquement qu'une partie de la taxe soit affectée au « développement, au changement climatique et à la santé mondiale comme la lutte contre le sida et les grandes pandémies » (Oxfam, 2016). Seul François Hollande a approuvé publiquement une telle affectation. Angela Merkel a, quant à elle, manqué à l'appel.

Il est important de signaler que les ASBL n'ont effectué aucune étude sur les conséquences que pourrait avoir la TTF et se focalisent sur les prévisions de la Commission européenne. Leur motivation à défendre la taxe est que celle-ci pourrait constituer une source de financement à leur noble cause.

---

<sup>1</sup> AIDES (France), ALCS (Maroc), ARCAD-SIDA (Mali) et COCQ-Sida (Québec)

## 7 Négociation de la TTF en Europe

---

En janvier 2013, le Conseil autorise une coopération renforcée portant sur la TTF. De ce fait, en février de la même année, la Commission présente une proposition de directive sur une TTF dans le cadre d'une coopération renforcée. Le Royaume-Uni étant opposé à une telle mesure saisit la Cour de justice de l'UE pour tenter d'annuler l'autorisation de la coopération. Cette tentative se conclut par un échec et fut rejetée le 30 avril 2014.

Le 6 mai 2014, le Conseil « Affaires économiques et financières » (ECOFIN) déclare que les pays participants travailleront sur l'instauration progressive de la TTF en commençant par imposer les actions et certains produits dérivés. Ces mises en œuvre auraient du voir le jour le 1<sup>er</sup> janvier 2016 au plus tard.

Le 8 décembre 2015, tandis que l'Estonie se retire du projet et ne signe pas l'accord, les dix autres Etats membres participant à la coopération renforcée s'accordent sur les caractéristiques des actions et des produits dérivés à taxer, ainsi que sur les exemptions à considérer. Cependant, le Conseil souligne que pour poursuivre l'implémentation de la taxe, il est nécessaire de satisfaire tous les Etats de l'UE, c'est-à-dire les Etats de la coopération renforcée ainsi que ceux n'y participant pas. Le problème est que « deux pays sont dans l'incapacité politique de prendre une décision : l'Espagne, sans gouvernement depuis un certain temps, et désormais la Slovaquie » (Michel Sapin, 2016). Les pays se fixent la date ultime du 16 juin 2016 pour prendre une décision afin que la taxe puisse entrer en vigueur en janvier 2017.

Le 16 juin 2016, les pays membres de l'UE ne parviennent toujours pas à prendre un accord définitif sur la TTF et reportent la décision à septembre. Selon l'agence de presse Reuters, le projet de la TTF au niveau européen a subi trop de revers et de retards. De ce fait, la taxe perd le soutien d'une majorité d'Etats membres. En effet, la coopération renforcée a déjà perdu l'Estonie et risque de perdre la Slovaquie et la Belgique qui commencent à exprimer des objections. Pour rappel, la proposition de la Commission remonte à 2011 et la première négociation de celle-ci date de 2012 lors d'une réunion ECOFIN.

Afin de rendre les négociations encore plus difficiles, le directeur de la Société générale Frédéric Oudéa menace de délocaliser 2 000 cadres à Londres si la TTF aboutissait.

## **7.1 La France**

La France et le ministre des finances et des comptes publics français, Michel Sapin, ont la ferme volonté de mettre en place une TTF commune dans l'ensemble de la coopération renforcée. D'ailleurs la république française a déjà adopté une TTF nationale. Cependant, là où l'avis diverge, entre l'Assemblée nationale et Michel Sapin, est sur l'extension de la TTF nationale actuelle. Effectivement, à l'encontre du ministre des finances, le parlement français vote, le 16 octobre 2015, en faveur d'une taxe sur les opérations intra-day<sup>1</sup> qui sont jusqu'ici exemptées. Michel Sapin refuse catégoriquement que la France progresse davantage dans ce dossier sans être accompagnée des autres Etats participants, de peur de diminuer la compétitivité financière de la France par rapport à ces Etats.

La France est fortement soutenue et poussée par l'Allemagne dans le développement de la TTF dans l'UE. Les deux pays sont considérés comme les « leaders » de ce dossier. Bien que la France ait adopté des mesures concernant la TTF, l'Allemagne ne semble pas vouloir se jeter à l'eau et n'adoptera pas de TTF locale tant que l'ensemble des pays de la coopération renforcée ne suivent pas l'exemple de la France.

## **7.2 L'Italie**

Lors d'une réunion confidentielle, le Premier ministre italien Matteo Renzi aurait annoncé qu'il envisageait de suspendre la TTF italienne pour une période indéfinie. Le gouvernement italien doit prendre des mesures pour encourager sa productivité et sa compétitivité. La suspension de la taxe entrerait ainsi dans les mesures gouvernementales considérées nécessaires pour atteindre l'objectif, car l'Italie peine à sortir de la longue récession et les autres pays ne semblent pas vouloir adopter de mesures nationales de TTF. Selon Luca Rubini, la suspension pourrait attirer à nouveau les investisseurs étrangers et stimuler les volumes de transactions sur le marché italien.

De plus, la TTF italienne fut introduite par la volonté du gouvernement précédent de Mario Monti et non de celui actuellement en place. Cette année, le gouvernement Renzi s'est vu obliger de mettre en place un fond d'investissement alternatif (nommé Atlante) pour recapitaliser les banques en difficultés et leur permettre de se libérer des créances douteuses.

---

<sup>1</sup> Opérations d'achat et de vente sur un même titre au cours d'une journée

L'une des priorités du gouvernement italien est de redresser le secteur bancaire et de soutenir l'octroi de crédits aux ménages et aux entreprises.

L'Italie est en faveur d'une TTF commune aux 10 Etats membres participants à la coopération renforcée, mais elle considèrerait<sup>1</sup> que ce n'est pas encore le bon moment pour l'implémenter – à moins que les autres Etats instaurent également une TTF nationale de la même ampleur que la TTF italienne.

### **7.3 La Belgique**

La Belgique est montrée du doigt et est accusée de ralentir les négociations pouvant aboutir à une TTF commune aux 10 Etats membres. Elle fait partie des deux pays qui résistent encore à l'accord, le deuxième étant la Slovénie. Contrairement à cette dernière qui souhaite un périmètre plus large de la taxe, la Belgique désire agrandir la liste d'exemptions. Selon Reuters, le ministre belge des finances Johan Van Overtveldt (N-VA) a surpris la Commission européenne par ses propos supposant un rejet probable de la TTF. Pourtant, le Royaume de Belgique faisait partie des pionniers de la TTF et se battait pour son instauration depuis 2004. De quoi répandre le doute sur la position belge concernant la TTF.

En effet, lors de la réunion du 6 juillet 2016 à la Chambre des représentants, Roel Deseyn (CD&V) et Georges Gilkinet (Ecolo-Groen) ont directement posé la question au ministre belge des finances sur la position belge par rapport à la TTF – issue de négociations lentes et laborieuses en décembre 2015. Les deux hommes politiques contrariés par l'attitude du gouvernement sont en faveur de la taxe et attendent des explications. Georges Gilkinet exprime clairement que la position actuelle ne reflète que l'avis de la N-VA et du MR et a déclaré : « C'est un sujet sur lequel nous vous attendons au tournant, monsieur le ministre et l'ensemble du gouvernement. Nous regrettons d'ailleurs que la Belgique fasse partie de ce regroupement de dix pays désireux d'aboutir à une taxe sur les transactions financières, et que vous soyez toujours celui qui, au nom du gouvernement belge, mette des freins à ce dossier essentiel. [...] Monsieur le ministre, pouvons-nous faire un Etat de la situation? Quelle position avez-vous défendue au nom du gouvernement belge lors des derniers Conseils ECOFIN? » (Chambre des représentants de Belgique, 2016, pp. 25-26).

---

<sup>1</sup> Le conditionnel est utilisé car la déclaration n'est pas officielle et est rapportée, selon Bloomberg, par une source sûre anonyme.

Johan Van Overtveldt répond à ces déclarations que « la position de la Belgique dans ce dossier demeure inchangée. À aucun moment, notre pays n'a menacé de rompre les négociations. » (Chambre des représentants de Belgique, 2016, p. 26). Il souligne que le souhait du gouvernement n'est pas de rompre les accords mais d'épargner certains produits dérivés tels que les futures et les swaps de la taxe. De cette façon, le financement de la dette publique ne serait pas négativement impacté.

De son côté, le Premier ministre Charles Michel insiste sur le fait que c'est l'Agence de la Dette qui a attiré l'attention du gouvernement sur l'impact de la TTF sur la dette publique. Taxer les produits dérivés qui sont liés aux dettes pourrait augmenter significativement le coût de remboursement de la dette concernée – surtout si le pays a une dette élevée.

Le ministre belge des finances rappelle que, comme convenu le 16 juin dernier, deux groupes de travail se sont constitués afin de répondre aux craintes de la Belgique et de la Slovaquie. Le premier groupe analyse l'incidence de la TTF sur le financement des dettes publiques et le deuxième cherche à optimiser le rapport coût/efficacité de la perception de la taxe. La Slovaquie craint que le coût de perception de la taxe soit supérieur au revenu généré. Les décisions et les négociations se baseront sur ces deux analyses au mois de septembre.



## 8 Solutions alternatives à la TTF

---

Hormis la TTF, il existe d'autres solutions alternatives à cette dernière pour limiter la spéculation et pour faire contribuer les établissements financiers aux finances publiques. Les solutions possibles sont le Financial Activities Tax (FAT) et le Bank Levy (le prélèvement sur la banque).

### 8.1 La Financial Activities Tax (FAT)

La taxe sur les activités financières est une taxe qui impose les rémunérations et les profits des établissements financiers. Etant donné que le secteur financier est exempté de la TVA, la taxe en question joue un rôle similaire à celle-ci. La FAT est calculée sur les résultats avant impôts. De ce fait, son avantage par rapport à la TTF est qu'elle n'a que peu d'impact sur le consommateur final.

La FAT existe en trois variantes :

- la FAT « méthode additionnelle », celle dont la forme est la plus simple et dont l'assiette est l'addition des profits et des rémunérations de l'établissement,
- la FAT sur la rente qui ne touche que l'excédant d'un niveau considéré comme « normal » de profits et rémunérations,
- et la FAT sur le risque qui se calcule sur les profits et rémunérations d'activités considérés comme trop risqués.

Cependant, la Commission décide d'écarter la FAT pour deux raisons. La première est que la taxe ne modifie pas les structures des marchés, c'est-à-dire qu'elle ne change pas le prix des produits financiers et qu'elle n'impacte ni la forme, ni la fréquence des transactions, étant donné qu'elle touche l'ensemble des revenus indépendamment de la façon dont ils ont été générés. Par conséquent, la taxe ne pénalise pas la spéculation excessive et n'améliore pas la stabilité des marchés. Au contraire, elle pénalise les activités comme l'épargne et le crédit aux ménages. La deuxième raison pour laquelle la FAT n'a pas été retenue est que la TTF collecte davantage de recettes que la FAT.

## **8.2 Le Bank Levy ou la Financial Stability Contribution (FSC)**

Le prélèvement sur la banque a été créé dans l'optique de faire contribuer équitablement le secteur financier à l'assainissement des finances publiques et, par la même occasion, de soulager la participation des contribuables. La FSC est prélevée sur base d'éléments présents dans le passif du bilan comptable des banques (assiette de la taxe = total passif – capital – réserves – dépôts couverts par une assurance). Le taux fixe de la taxe dépend du type d'institution financière et reflète le niveau de risque pris par celle-ci. De ce fait, la FSC réduit le risque systémique, c'est-à-dire le risque qu'un événement indésirable provoque l'instabilité et fasse effondrer un système financier et/ou économique (e.g. la crise des subprimes).

Les recettes de cette taxe sont utilisées pour renflouer les banques en cas de besoin, lors d'un bailout pendant une crise financière par exemple. Le désavantage de la taxe – aux yeux de la Commission européenne – est qu'elle ne participe pas au financement des biens publics mais qu'elle allège plutôt le coût économique et social de la prochaine crise. Elle est vue comme mesure de prévention et non comme une solution à la crise. Bien que le FMI favorise cette taxe plutôt que la TTF, la Commission en a décidé autrement et a préféré développer cette dernière.

## 9 Conclusion

---

Au vu des conséquences de la crise économique et financière de 2008, il est impératif que l'Union européenne prenne des dispositions préventives pour alléger l'impact de la suivante. Certains pays ont devancé l'accord commun et ont pris des mesures en se basant sur la première proposition de taxe. Malheureusement, l'instauration de ces mesures n'arrive pas au résultat escompté. En effet, la France et l'Italie adoptent déjà un périmètre différent à elles deux. Dès lors, comment la Commission parviendra-t-elle à accorder les pays restants de l'UE10 pour éviter la fragmentation du marché intérieur si deux pays n'arrivent déjà pas à se mettre d'accord ? Ensuite les recettes fiscales issues de la taxe atteignent difficilement la moitié du revenu prévu. De plus, il a été démontré que le coût de la taxe est supporté par les utilisateurs finaux des services financiers (les ménages et entreprises) et non les institutions elles-mêmes. Et finalement, les TTF nationaux n'ont aucun effet sur la volatilité du marché. Bien que la pénalisation des transactions à haute fréquence fonctionne, il est toujours possible d'éviter la taxe dans les deux pays, puisque l'assiette taxable est la position nette en fin de journée. Par conséquent l'investisseur peut dénouer sa position sur une journée autant de fois qu'il le souhaite, à condition de ne pas se servir d'algorithme automatique.

Le débat sur la TTF est animé par deux groupes, les ONG et les institutions indépendantes. Le premier défend la noble cause de la taxe car il y voit une source de financement pour ses activités et une façon de distribuer l'argent des riches aux pauvres. Cependant, il n'effectue aucune analyse d'impact et se base sur les prévisions communiquées par la Commission européenne. Le deuxième groupe rassemble des experts des marchés financiers et de l'économie et (sans surprise) est opposé à l'instauration de la TTF. Pour argumenter cette opposition, ils ont soit réalisé leur propre étude, soit se sont basés sur des analyses existantes. Il est évident que les deux communautés ne peuvent avoir un avis objectif sur la question. Que disent alors les analyses d'auteurs objectifs en la matière ?

Comme vu tout au long de ce mémoire leurs avis sont également partagés. Les partisans de la taxe démontrent (théoriquement) que celle-ci peut réduire la volatilité des marchés financiers en diminuant les opérations excessives des noise traders tout en collectant une recette fiscale importante. De l'autre côté, les détracteurs prouvent (théoriquement) que la taxe détériore la liquidité des marchés et impacte négativement la croissance économique tant attendue depuis la grande récession. Cependant, nous avons également vu dans ce mémoire

que les études empiriques confirment les allégations des deux clans. Il est vrai que la taxe décourage les noise traders mais elle affecte aussi les traders fondamentaux, ceux qui opèrent en fonction d'analyses rationnelles et qui participent à l'efficacité des marchés, selon l'étude de Song et Zhang (2005). Par conséquent la volatilité augmente et le volume de transactions chute et diminue les recettes fiscales. L'impact d'une TTF varie selon le type de traders qui existent sur le marché. S'il y a davantage de noise traders que de traders fondamentaux, la volatilité diminuera et à l'inverse, elle augmentera. Cette constatation peut expliquer la raison pour laquelle Jones et Seguin (1997) trouvent une volatilité croissante tandis que Liu et Zhu (2009) en concluent une décroissante.

De plus comme le dit Aline Müller, professeur à HEC Liège, le comportement des investisseurs est influencé par leur culture. Par exemple si un Japonais a l'habitude d'investir sur le marché français, il aura moins tendance à investir ailleurs (en l'occurrence dans un pays qui n'applique pas de TTF) qu'un investisseur américain car le premier est plus conservateur. De ce fait, les pays doivent également connaître le comportement de leurs investisseurs. En effet, un pays qui attire plus d'investisseurs conservateurs est moins exposé au risque de les perdre qu'un pays qui attire plus d'investisseurs du deuxième type. De plus, selon l'Agence de la dette, la TTF n'est pas adaptée aux pays qui ont une dette publique élevée.

Dés lors, il est normal que les pays ne parviennent pas à trouver un accord concernant la TTF commune car chacun d'eux souhaite adapter la TTF aux caractéristiques de son marché sans tenir compte des particularités des autres. Etant donné que les négociations sont lentes et laborieuses, l'UE 11 perd espoir d'aboutir un jour à une solution. En effet, après l'Estonie qui quitte la coopération renforcée, la Belgique et la Slovaquie commencent à douter de l'efficacité de la taxe. L'Espagne n'est pas en mesure de prendre des décisions sans gouvernement et l'Italie songe à suspendre sa TTF nationale pour une durée indéterminée. L'Allemagne, quant à elle, promeut vivement la TTF et pousse la France à prendre des dispositifs sans en prendre elle-même. Ne trouvant pas d'accord, les pays ne veulent pas se lancer seuls dans de nouvelles mesures de TTF nationale afin de rester compétitifs. L'UE 10 se trouve donc coincée dans une impasse et reporte systématiquement la décision.

En conclusion, la TTF ne répond pas aux attentes de la Commission européenne et ne peut être appliquée à l'ensemble de l'UE 10 car les marchés présentent trop de caractéristiques différentes. La seule solution est, soit une TTF mondiale (au-delà de l'UE) ou une combinaison de taxes comme la FAT, le FSC ou encore le Stamp Duty. Au vu de la situation, la TTF semble être vouée à l'échec étant donné que le minimum requis pour l'appliquer est de 9 pays.



# 10 Bibliographie

---

## 10.1 Articles et travaux papier

- Becchetti, L., Ferrari, M. & Trenta, U. (2014). The impact of the French Tobin tax. *Journal of Financial Stability*, 15, 127-148. doi: 10.1016/j.jfs.2014.08.003
- Capelle-Blancard, G. (2014). Securities transaction tax in Europe: first impact assessments. *Taxing Banks Fairly*. 107-126. doi : 10.4337/9781783476480.00011
- Capelle-Blancard, G. & Havrylchyk, O. (2014). The impact of the French Securities Transaction Tax on Market Liquidity and Volatility. 1-46. *SSRN Electronic Journal*. doi : 10.2139/ssrn.2378347
- Clift, J. (2004). Qu'est ce que le Fond monétaire international ?. *Washington D.C. : Fonds monétaire international*. 1-52.
- Commission des finances et du budget. (2006). Compte Rendu Intégral avec compte rendu analytique traduit des interventions. *Chambre – 3<sup>e</sup> sessions de la 54<sup>e</sup> législature*, 1-78.
- Conseil de l'Union européenne. (2010). PRESS RELEASE 3054<sup>th</sup> Council meeting. *Economic and Financial Affairs*. 1-19
- Conseil de l'Union européenne. (2014). COMMUNIQUE DE PRESSE 3310<sup>e</sup> session du Conseil. *Affaire économiques et financières*. 1-32.
- Conseil de l'Union européenne. (2015). RESULTATS DE LA SESSION DU CONSEIL 3435<sup>e</sup> session du Conseil. *Affaire économiques et financières*. 1-21.
- Conseil de l'Union européenne. (2016). RESULTATS DE LA SESSION DU CONSEIL 3475<sup>e</sup> session du Conseil. *Affaire économiques et financières*. 1-28.
- Egori, R. & Wiesenhoff, V. (2013). 2013 Italian Financial Transaction Tax. *IBFD*, 48-63
- Fricke, D. & Lux, T. (2013). The effects of a financial transaction tax in an artificial financial market. *Journal Of Economic Interaction And Coordination*, 10(1), 119-150. doi: 10.1007/s11403-013-0116-y

- Kaldor, N. (1987). Spéculation et stabilité économique. *Revue française d'économie*, 2(3), 115-164. doi : 10.3406/rfeco.1987.1153
- Lensberg, T., Schenk-Hoppé, K. & Ladley, D. (2012). Costs and Benefits of Speculation. *SSRN Journal*. doi : 10.2139/ssrn.218599
- Mathé, M. & Nicodème, G. (2012). Imposition du secteur financier – une revue des options. *Federale Overheidsdienst Financiën*, 72(1), 149-176.
- Megarbane, N. (2014). Quels risques macrofinanciers pour 2014 ?. *Tendances-n. 14*, 1-65.
- Nerudova, D. & Dvorakova, V. (2014). Financial Transaction Tax: Can it be sufficient resource of EU budget when introduced through enhanced cooperation?. *Procedia Economics and Finance*, 12, 453-461. doi: 10.1016/S2212-5671(14)00367-0
- Meyer, S. & Wagener, M. (2013). Politically motivated taxes in financial markets: The case of the French financial transaction tax. *SSRN Journal*, 1-39. doi:10.2139/SSRN.2211748
- Oliver Wyman. (2012). L'impact sur les utilisateurs finaux de la taxe sur les transactions financières au sein de l'UE (TTF). pp. 1-14
- Schäfer, D. (2012). The financial transaction tax – Boon or bane?. *Intereconomics*, 47(2), 76-81. doi: 10.1007/s10272-012-0409-8
- Schäfer, D. (2015). Fiscal and Economic Impacts of a Limited Financial Transaction Tax. *Politikberatung kompakt*. 1-50.
- Schwert, G. & Seguin, P. (1993). Securities Transaction Taxes: An Overview of Costs, Benefits and Unresolved Questions. *Financial Analysts Journal*, 49(5), 27-35.
- Song, M. et Zhang, J. (2005). Securities Transaction Tax and Market Volatility. *Economic Journal*, 115(506), 1103-1120. doi: 10.1111/j.1468-0297.2005.01034.x
- Sramko, F. (2015). The impact of Securities Transaction Tax on market quality: Evidence from France and Italy. *International Journal of Economic Sciences*, 4(3), 52-93. doi : 10.20472/ES.2015.4.3.004
- Tobin, J. (1978). A Proposal for International Monetary Reform. *Easter Economic Journal – Issue 3-4*, vol. 4, 55.



Umlauf, S. (1993). Transaction taxes and the behavior of the Swedish stock market. *Journal Of Financial Economics*, 33(2), 227-240. doi: 10.1016/0304-405x(93)90005-v

## **10.2 Articles et travaux en ligne**

Borsa Italiana. (2013). Italian Financial Transaction Tax. *Equity & Derivatives Markets Workshop*. En ligne <http://www.borsaitaliana.it/speciali/equitymarketsnews/presentazioneftt.en.pdf>, consulté le 21 juillet 2016.

Campbell, J. & Froot, K. (1994). International Experiences with Securities Transaction Taxes. *University Of Chicago Press*, 277-308. En ligne <http://www.nber.org/chapters/c6276>, consulté le 20 mars 2016.

Cannas, G. et al. (2014). Financial Activities Taxes, Bank Levies and Systemic Risk. *working paper N. 43*, 1-32. En ligne [http://ec.europa.eu/taxation\\_customs/resources/documents/taxation/gen\\_info/economic\\_analysis/tax\\_papers/taxation\\_paper\\_43.pdf](http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/gen_info/economic_analysis/tax_papers/taxation_paper_43.pdf), consulté le 12 août 2016.

Claessens, S., Keen, M. & Pazarbasioglu, C. (2010). The IMF's Report to the G-20 and Background Material. En ligne <https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2010/paris/pdf/090110.pdf>, 8 août 2016.

Coelho, M. (2014). Dodging Robin Hood: Responses to France and Italy's Financial Transaction Taxes. En ligne [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2389166](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2389166), consulté le 23 juillet 2016.

Colliard, J. & Hoffmann, P. (2015). The impact of financial transaction taxes: new evidence. *Research Bulletin 22*, 17-22. En ligne <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/researchbulletin22.en.pdf?299bd869cf893d0f8dacc99e46c56bf8>, consulté le 1<sup>er</sup> juillet 2016.

Colliard, J. & Hoffmann, P. (2016). Financial Transaction Taxes, Market Composition, and Liquidity. *Journal of Economic Literature*. En ligne [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2215788](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2215788), consulté le 1<sup>er</sup> juillet 2016.

Commission européenne. (s. d.). Did the new French tax on financial transactions influence trading volumes, price levels and/or volatility on the taxed market segment?. *A trend*

- analysis*. En ligne [http://ec.europa.eu/taxation\\_customs/resources/documents/taxation/other\\_taxes/financial\\_sector/effect\\_french\\_ftt.pdf](http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/other_taxes/financial_sector/effect_french_ftt.pdf), consulté le 20 juillet 2016.
- Gambini, A. (2010). Taxer les transactions financières internationales : état des lieux théorique et politique. [http://www.cncd.be/IMG/pdf/EtudeTTF\\_-\\_CNCD-11\\_11\\_11\\_\\_2\\_-2.pdf](http://www.cncd.be/IMG/pdf/EtudeTTF_-_CNCD-11_11_11__2_-2.pdf), consulté le 3 août 2016.
- Haferkorn, M. & Zimmermann, K. (2013). Securities Transaction Tax and Market Quality – The Case of France. 1-39. En ligne [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2229221](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2229221), consulté le 20 juin 2016.
- Hemmelgarn et al. (2015). Financial Transaction Taxes in the European Union. *working paper N. 62*, 1-36. En ligne [http://ec.europa.eu/taxation\\_customs/resources/documents/taxation/gen\\_info/economic\\_analysis/tax\\_papers/taxation\\_paper\\_62.pdf](http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/gen_info/economic_analysis/tax_papers/taxation_paper_62.pdf), consulté le 24 juillet 2016.
- KBL Richelieu. (s. d.). Taxe sur les transactions financières (TTF) italienne. En ligne [http://www.kblrichelieu.com/imageProvider.asp?private\\_resource=50295](http://www.kblrichelieu.com/imageProvider.asp?private_resource=50295), consulté le 20 juillet 2016.
- Magniez, J. et al. (2007). Inventaire des sources et des méthodes pour le calcul du revenu national brut de la France. *Insee, base 2000*. En ligne [http://www.insee.fr/fr/indicateurs/cnat\\_annu/base\\_2000/documentation/methodologie/nb9.pdf](http://www.insee.fr/fr/indicateurs/cnat_annu/base_2000/documentation/methodologie/nb9.pdf), consulté le 12 avril 2016.
- Observatoire de l'épargne européenne & Insead OEE data services. (2013). Under the tender: who owns the European economy? Evolution of the ownership of EU-listed companies between 1970 and 2012. *Negotiated Procedure – Call for tenders n°MARKT/2012/077/H*. En ligne [http://ec.europa.eu/finance/finances-retail/docs/fsug/papers/1308-report-who-owns-european-economy\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/finances-retail/docs/fsug/papers/1308-report-who-owns-european-economy_en.pdf), consulté le 20 juin 2016.
- Oxera. (2014). What could be the economic impact of the proposed financial transaction tax?. 1-93. En ligne <http://www.oxera.com/getmedia/820b2d8d-c8b3-45ba-bb53-7d2bcac7708d/Oxera-Financial-Transaction-Tax-report.pdf.aspx?ext=.pdf>, consulté le 23 juillet 2016.

- Pwc. (2012). Review of Current Practices for Taxation of Financial Instruments, Profits and Remuneration of the Financial Sector. *working paper N. 31*, 1-78. En ligne: [http://ec.europa.eu/taxation\\_customs/resources/documents/taxation/gen\\_info/economic\\_analysis/tax\\_papers/taxation\\_paper\\_31\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/gen_info/economic_analysis/tax_papers/taxation_paper_31_en.pdf), consulté le 1<sup>er</sup> avril 2016.
- Pwc. (2013). La TTF italienne – le projet de décret : avons-nous maintenant toutes les réponses ?. *Flash fiscal sur les SF mondiaux*. En ligne <http://www.pwc.com/ca/fr/global-fs/publications/pwc-italian-financial-transaction-tax-draft-decree-2013-02-fr.pdf>, consulté le 21 juillet 2016.
- Pwc. (2014). Financial Transaction Taxes: Basic Materials on the Italian, the French and the European Model of Financial Transaction Tax. 1-339. En ligne <http://www.pwc.com/gx/en/industries/financial-services/financial-transaction-taxes/downloads.html>, consulté le 16 mars 2016.
- Rühl, T. & Stein, M. (2014). The impact of financial transaction taxes: Evidence from Italy. *Economucs Bulletin*, 34(1), 25-33. En ligne <http://www.accessecon.com/Pubs/EB/2014/Volume34/EB-14-V34-I1-P3.pdf>, consulté le 22 juillet 2016
- Thesing, G. & Buergin, R. (2011). ECB Lends 489 Billion Euros for 3 Years, Exceeding Forecast. *Bloomberg.com*. En ligne <http://www.bloomberg.com/news/articles/2011-12-21/ecb-will-lend-banks-more-than-forecast-645-billion-to-keep-credit-flowing>, consulté le 6 avril 2016.
- Trichet, J. (2004). Avis de la Banque Centrale Européenne du 4 novembre 2004 sollicité par le ministère belge des Finances sur un projet de loi instaurant une taxe sur les opérations de change de devises, de billets de banque et de monnaies. *CON/2004/34*. En ligne [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/fr\\_con\\_2004\\_34\\_f\\_sign.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/fr_con_2004_34_f_sign.pdf), consulté le 9 mai 2016.
- Veryzhenko, I., Harb, E. & Louhichi, W. (s. d.). The impact of the french financial transaction tax on high frequency trading activities and market quality. En ligne [http://lare-efi.u-bordeaux4.fr/IMG/pdf/1\\_veryzhenko.pdf](http://lare-efi.u-bordeaux4.fr/IMG/pdf/1_veryzhenko.pdf), consulté le 23 juillet 2016.

### **10.3 Cours HEC Liège**

Hübner, G. (2015). *Investments and Portfolio Management, Chap. A., 4.*

### **10.4 Livres et ouvrages**

Brown, K. & Reilly, F. (2012). *Investment Analysis & Portfolio Management (pp.1-1058).*  
Etats-unis : South-Western CENGAGE Learning.

Keynes, J. & Largentaye, J. (1942). *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie (pp.21-22).* Paris : Payot.

### **10.5 Textes législatifs**

Commission européenne. (2006). *DIRECTIVE 2006/223/C3 DU CONSEIL du 28 novembre 2006 relative au système commun de taxe sur la valeur ajoutée.* (pp. 1-118). s. l.

Commission européenne. (2009). *COMMUNICATION DE LA COMMISSION AU PARLEMENT EUROPEEN ET AU CONSEIL PRODUITS D'INVESTISSEMENT DE DETAIL.* (pp. 1-14). Bruxelles.

Commission européenne. (2010). *DIRECTIVE 2010/24/UE DU CONSEIL du 16 mars 2010 concernant l'assistance mutuelle en matière de recouvrement des créances relatives aux taxes, impôts, droits et autres mesures.* (pp.1-12). s. l.

Commission européenne. (2011). *Proposition 2011/0261 de DIRECTIVE DU CONSEIL établissant un système commun de taxe sur les transactions financières et modifiant la directive 2008/7/CE* (pp.1-33). Bruxelles.

Commission européenne. (2013). *COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT SWD(2013) 28 final accompanying the document: Proposal for a COUNCIL DIRECTIVE implementing enhanced cooperation in the area of financial transaction tax Analysis policy options and impacts* (pp. 1-70). Bruxelles.

Commission européenne. (2013). *DOCUMENT DE TRAVAIL SWD(2013) 29 final DES SERVICES DE LA COMMISSION RÉSUMÉ DE L'ANALYSE D'IMPACT accompagnant le document : Proposition de directive du Conseil mettant en œuvre*

*une coopération renforcée dans le domaine de la taxe sur les transactions financières.* (pp.1-8). Bruxelles.

Commission européenne. (2013). *Proposition 2013/0045 de DIRECTIVE DU CONSEIL mettant en œuvre une coopération renforcée dans le domaine de la taxe sur les transactions financières* (pp.1-41). Bruxelles.

Commission européenne. (2015). *DIRECTIVE 2011/16/UE DU CONSEIL du 15 février 2011 relative à la coopération administrative dans le domaine fiscal et abrogeant la directive 77/799/CEE.*(pp.1-12). s. l.

Legifrance. (2009). Article L211-41 crée par Ordonnance n°2009-15 du 8 janvier 2009 – art.1. *Code monétaire et financier*. En ligne <https://www.legifrance.gouv.fr/affichCodeArticle.do?cidTexte=LEGITEXT000006072026&idArticle=LEGIARTI000020096131>, consulté le 21 juin 2016.

Legifrance. (2009). Article L212-1 A crée par Ordonnance n°2009-15 du 8 janvier 2009 – art.1. *Code monétaire et financier*. En ligne <https://www.legifrance.gouv.fr/affichCodeArticle.do?cidTexte=LEGITEXT000006072026&idArticle=LEGIARTI000020096349>, consulté le 21 juin 2016.

Legifrance. (2012). Conditions générales de l'équilibre financier. *LOI n°2012-354 du 14 mars 2012 de finances rectificative pour 2012 (1)*. En ligne <https://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000025509584&categorieLien=id>, consulté 21 juin 2016.

Legifrance. (2013). Article 235 ter ZD modifié par LOI n°2012-354 du 14 mars 2012 – art. 5 (V) modifié par Ordonnance n°2013-676 du juillet 2013 – art. 42. *Code général des impôts, CGI*. En ligne <https://www.legifrance.gouv.fr/affichCode.do?idSectionTA=LEGISCTA000025515885&cidTexte=LEGITEXT000006069577&dateTexte=20131013>, consulté le 28 juin 2016.

Legifrance. (2014). Article 235 ter ZD modifié par LOI n°2014-891 du 8 août 2014 – art. 20. *Code général des impôts, CGI*. En ligne [https://www.legifrance.gouv.fr/affichCode.do;jsessionid=9BBB02131E3A632CC0DD482011F27426.tpdila15v\\_2?idSectionTA=LEGISCTA000025515885&cidTexte=LEGITEXT000006069577&dateTexte=20160723](https://www.legifrance.gouv.fr/affichCode.do;jsessionid=9BBB02131E3A632CC0DD482011F27426.tpdila15v_2?idSectionTA=LEGISCTA000025515885&cidTexte=LEGITEXT000006069577&dateTexte=20160723), consulté le 28 juin 2016.

Legifrance. (2015). Article L211-17 créée par Ordonnance n°2015-1686 du 17 décembre 2015 – art.1. *Code monétaire et financier*. En ligne <https://www.legifrance.gouv.fr/affichCodeArticle.do?cidTexte=LEGITEXT000006072026&idArticle=LEGIARTIO00031643649>, consulté le 21 juin 2016.

Legifrance. (2015). Article L233-3 créée par Ordonnance n°2015-1576 du 3 décembre 2015 – art.4. *Code de commerce*. En ligne <https://www.legifrance.gouv.fr/affichCodeArticle.do?idArticle=LEGIARTIO000006229190&cidTexte=LEGITEXT000005634379>, consulté le 21 juin 2016.

The Minister. (2013). *The Minister of Economy and Finance (Unofficial translation)*. Rome. En ligne [http://www.agenziaentrate.gov.it/wps/file/Nsilib/Nsi/Home/CosaDeviFare/Versare/Imposta+sulle+transazioni+finanziarie/Normativa+e+prassi+Imposta+transazioni+finanziarie/FTT+Decree/DecretoFTT\\_11\\_3\\_2013\\_EN.pdf](http://www.agenziaentrate.gov.it/wps/file/Nsilib/Nsi/Home/CosaDeviFare/Versare/Imposta+sulle+transazioni+finanziarie/Normativa+e+prassi+Imposta+transazioni+finanziarie/FTT+Decree/DecretoFTT_11_3_2013_EN.pdf), consulté le 21 juillet 2016.

## **10.6 Sites internet**

Actufinance. (s. d.). *Analyse fondamentale*. En ligne <http://definition.actufinance.fr/analyse-fondamentale-828/>, consulté le 9 mai 2016.

Commission européenne. (2012). *Press-release – La Commission propose de donner le feu vert à une coopération renforcée dans le domaine de la taxe sur les transactions financières*. En ligne [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-12-1138\\_fr.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-12-1138_fr.htm), consulté le 17 mars 2016.

Commission européenne. (2014). *Taxation du secteur financier*. En ligne [http://ec.europa.eu/taxation\\_customs/taxation/other\\_taxes/financial\\_sector/index\\_fr.htm#prop](http://ec.europa.eu/taxation_customs/taxation/other_taxes/financial_sector/index_fr.htm#prop), consulté le 16 mars 2016.

Commission européenne. (2015). *Press-release – Taxe sur les transactions financières : pour que le secteur apporte une contribution équitable*. En ligne [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-11-1085\\_fr.htm?locale=en](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-11-1085_fr.htm?locale=en), consulté le 17 mars 2016.

Commission européenne. (2016). *Glossaire des synthèses – EUR-Lex*. En ligne [http://eur-lex.europa.eu/summary/glossary/enhanced\\_cooperation.html?locale=fr](http://eur-lex.europa.eu/summary/glossary/enhanced_cooperation.html?locale=fr), consulté le 16 mars 2016.

- Commission européenne. (s.d.). *L'économie de l'UE*. En ligne [https://europa.eu/european-union/about-eu/figures/economy\\_fr](https://europa.eu/european-union/about-eu/figures/economy_fr), consulté le 7 avril 2016.
- Commission européenne. (s. d.). *Union des marchés des capitaux*. En ligne [http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/index\\_fr.htm](http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/index_fr.htm), consulté le 27 juillet 2016.
- EduBourse. (2011). *Arbitrage réglementaire*. En ligne <http://www.edubourse.com/lexique/arbitrage-reglementaire.php>, consulté le 20 juin 2016.
- Eurostat. (2016). *Dette publique brute*. En ligne <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=fr&pcode=tsdde410>, consulté le 17 mars 2016.
- Eurostat. (2016). *Taux de croissance du PIB réel – en volume*. En ligne <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&plugin=0&language=fr&pcode=tec00115>, consulté le 17 mars 2016.
- Fédération bancaire française. (2014). *Marie-Anne Barbat-Layani : « La TTFE, un projet pénalisant pour notre économie et pour l'emploi »*. En ligne <http://www.fbf.fr/fr/espace-presse/interventions-de-la-fbf/marie-anne-barbat-layani---la-ttfe,-un-projet-penalissant-pour-notre-economie-et-pour-l-emploi>, consulté le 7 août 2016.
- Fédération bancaire française. (2016). *Taxe sur les transactions financières : un projet pénalisant pour l'économie européenne*. En ligne <http://www.fbf.fr/fr/espace-presse/fiches-reperes/taxe-sur-les-transactions-financieres---un-projet-penalissant-pour-l-economie-europeenne>, consulté le 30 juin 2016.
- Flot, J. (s. d.). *Flash Trading definition et explication*. En ligne <http://graphseobourse.fr/flash-trading-dfinition-et-explication/>, consulté le 20 juin 2016.
- Fortis bank. (s. d.). *Glossaire*. En ligne <http://www.fortisbank.com/fr/common/glossaire.asp>, consulté le 20 mars 2016.
- OCDE. (s.d.). *Produit intérieur brut (PIB) – OCDE Data*. En ligne <https://data.oecd.org/fr/gdp/produit-interieur-brut-pib.htm>, consulté le 6 avril 2016.
- Parti Socialiste. (2016). *Question de Stéphane Crusnière à Charles Michel, Premier ministre, sur la Taxe sur les Transactions Financières*. En ligne <http://www.ps-lachambre.be/2016/06/17/question-de-st%C3%A9phane-crusni%C3%A8re->

%C3%A0-charles-michel-premier-ministre-sur-la-taxe-sur-les-transactions-financi%C3%A8res/, consulté le 8 août 2016.

Sénat. (2013). *Projet de loi de finances pour 2014 : Le budget de 2014 et son contexte économique et financier*. En ligne <http://www.senat.fr/rap/113-156-1/113-156-114.html#fn99>, consulté le 23 juin 2016.

Sénat. (2014). *Projet de loi de finances pour 2015 : Aide publique au développement*. En ligne <http://www.senat.fr/rap/a14-110-4/a14-110-45.html>, consulté le 23 juin 2016.

Sénat. (2015). *Projet de loi de finances pour 2016 : Aide publique au développement*. En ligne <http://www.senat.fr/rap/a15-166-4/a15-166-47.html>, consulté le 23 juin 2016.

Sénat. (s. d.). *La taxe sur les transactions financières : facile à concevoir, difficile à mettre en oeuvre*. En ligne <http://www.senat.fr/rap/r12-259/r12-2591.html>, consulté le 8 août 2016.

Sénat. (s. d.). *La TTF à la française : préfiguration d'un modèle possible et d'un compromis a minima ?*. En ligne <http://www.senat.fr/rap/r12-259/r12-2597.html>, consulté le 30 juin 2016.

Totaro, L., Follain, J. & Sirletti, S. (2016). *Italy said to consider Tobin tax freeze to aid bank industry*. En ligne <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-04-26/italy-said-to-consider-tobin-tax-freeze-to-aid-banking-industry> , consulté le 7 août 2016.

Wrobel, M. (1996). *Financial Transactions Taxes The International Experience and the Lessons for Canada (BP419e)*. En ligne [http://www.lop.parl.gc.ca/content/lop/researchpublications/bp419-e.htm#\(7\)txt](http://www.lop.parl.gc.ca/content/lop/researchpublications/bp419-e.htm#(7)txt), consulté le 1er avril 2016.



# 11 Annexe

---

## **Annexe 1:** Discours de Marie-Anne Barbat-Layani sur la TTFE (Fédération bancaire française, 2014)

### **■ L'Humanité : A quelles conditions cette taxe pourrait-elle être efficace, être un atout dans la lutte contre la crise ?**

Marie-Anne Barbat-Layani : Cette taxe est une taxe sur les entreprises, et ne peut en aucun cas être un remède à la crise économique, elle va au contraire aggraver le mal. Pour lutter contre la crise, il faut redonner aux entreprises la confiance et l'envie d'investir, faciliter le financement de leurs projets auprès d'acteurs de proximité. Or, la TTF va à contre-courant de cette nécessité. Concrètement, les opérations, dont les entreprises ont besoin pour leur développement et donc préserver et créer des emplois, vont coûter plus cher dans les 11 pays concernés. Le projet actuellement en discussion prévoit en effet de taxer les actions qui servent aux entreprises à trouver du capital pour se financer et certains produits dérivés qui, contrairement à ce qu'on entend souvent, sont des produits utiles à l'économie. Ils permettent d'abord aux entreprises de diminuer leurs risques de change ou de taux. Pour éviter le surcoût qu'entraînerait une TTF, les entreprises iront faire ces opérations dans des pays qui ne la mettront pas en place (Londres, New York), ce qui va provoquer la délocalisation de pans entiers d'activités financières. Les états n'en retireront donc pas les recettes fiscales escomptées, contrairement aux estimations illusoires qui circulent, et ils perdront les recettes qui s'attachent aux activités délocalisées. Enfin, le système pénaliserait particulièrement la France, qui a une place active et des acteurs bancaires performants, capables d'accompagner les entreprises, notamment les PME sur les marchés. La réglementation internationale conduit en effet les entreprises à se financer de plus en plus sur les marchés, qui représentent aujourd'hui 38 % de leur financement. Dans ce cadre, il est essentiel, en particulier pour les PME, d'être accompagné par une banque de proximité, qui connaît bien la situation de l'entreprise. Les PME sont au coeur de notre économie, une TTF freinerait leur développement.

### **■ L'Humanité : A quelles conditions cette taxe pourrait-elle être efficace, être un atout dans la lutte contre la crise ?**

Marie-Anne Barbat-Layani : Cette taxe est une taxe sur les entreprises, et ne peut en aucun cas être un remède à la crise économique, elle va au contraire aggraver le mal. Pour lutter contre la crise, il faut redonner aux entreprises la confiance et l'envie d'investir, faciliter le financement de leurs projets auprès d'acteurs de proximité. Or, la TTF va à contre-courant de cette nécessité. Concrètement, les opérations, dont les entreprises ont besoin pour leur développement et donc préserver et créer des emplois, vont coûter plus cher dans les 11 pays concernés. Le projet actuellement en discussion prévoit en effet de taxer les actions qui servent aux entreprises à trouver du capital pour se financer et certains produits dérivés qui, contrairement à ce qu'on entend souvent, sont des produits utiles à l'économie. Ils permettent d'abord aux entreprises de diminuer leurs risques de change ou de taux. Pour éviter le surcoût qu'entraînerait une TTF, les entreprises iront faire ces opérations dans des pays qui ne la mettront pas en place (Londres, New York), ce qui va provoquer la délocalisation de pans entiers d'activités financières. Les états n'en retireront donc pas les recettes fiscales escomptées, contrairement aux estimations illusoires qui circulent, et ils perdront les recettes qui s'attachent aux activités délocalisées. Enfin, le système pénaliserait particulièrement la France, qui a une place active et des acteurs bancaires performants, capables d'accompagner les entreprises, notamment les PME sur les marchés. La réglementation internationale conduit en effet les entreprises à se financer de plus en plus sur les marchés, qui représentent aujourd'hui 38 % de leur financement. Dans ce cadre, il est essentiel, en particulier pour les PME, d'être accompagné par une banque de proximité, qui connaît bien la situation de l'entreprise. Les PME sont au coeur de notre économie, une TTF freinerait leur développement.



# 12 Table des matières

---

1	Introduction .....	1
2	La taxe sur les transactions financières (TTF) .....	5
2.1	Contexte de l'introduction d'une TTF .....	5
3	La proposition dans le cadre d'une coopération renforcée .....	7
3.1	Objet et définitions.....	7
3.2	Champ d'application.....	8
3.3	Exigibilité, montant imposable et taux .....	10
3.4	Païement de la taxe, obligations connexes et prévention de la fraude, de l'évasion ou des abus.....	11
3.5	Dispositions finales.....	12
3.6	Incidence budgétaire .....	12
4	Les objectifs de la TTF .....	13
4.1	Fragmentation du marché intérieur .....	13
4.2	Contribution du secteur financier aux finances publiques.....	15
4.3	Stabilité des marchés financiers .....	19
5	L'analyse des pays ayant déjà implémenté cette taxe.....	23
5.1	La France.....	23
5.1.1	L'impact de la TTF française sur les marchés financiers réglementés .....	27
5.2	L'Italie.....	29
5.2.1	L'impact de la TTF italienne sur les marchés financiers réglementés .....	31
5.3	Les TTF locales atteignent-elles les objectifs de la Commission européenne ? .....	32
5.3.1	Éviter la fragmentation du marché intérieur .....	33
5.3.2	Faire contribuer les établissements financiers aux finances publiques.....	33
5.3.3	Dissuader les spéculateurs et stabiliser les marchés .....	35
5.3.4	L'impact de la TTF sur les utilisateurs finaux .....	37

6	Qu'en pensent les institutions et les organismes indépendants ? .....	39
6.1	La Fédération Bancaire Française (FBF) .....	39
6.2	Le Fond Monétaire International (FMI).....	40
6.3	La « European Forum of Securities Associations » (EFSA) .....	41
6.4	Les Associations à but non lucratif .....	42
7	Négociation de la TTF en Europe .....	43
7.1	La France.....	44
7.2	L'Italie.....	44
7.3	La Belgique .....	45
8	Solutions alternatives à la TTF .....	47
8.1	La Financial Activities Tax (FAT).....	47
8.2	Le Bank Levy ou la Financial Stability Contribution (FSC) .....	48
9	Conclusion.....	49
10	Bibliographie.....	53
10.1	Articles et travaux papier .....	53
10.2	Articles et travaux en ligne .....	55
10.3	Cours HEC Liège .....	58
10.4	Livres et ouvrages .....	58
10.5	Textes législatifs .....	58
10.6	Sites internet.....	60
11	Annexe .....	63
12	Table des matières.....	65



# Executive Summary

---

Since the 1970s, financial transaction tax has been debated by American economists. It was only after the 2008 economic and financial crisis that Europe has woken up and considered taking measures to fix the crisis and prevent a new one. In this context, the European Commission presented in 2011 a proposal for a financial transaction tax common to the EU. The objective of the FTT is to engage the financial sector in public spending, to harmonize the internal market for financial services and to discourage speculative behaviour. But, it was predictable that the proposition would not obtain unanimity with country likes the United Kingdom, Switzerland, and Luxembourg, which are important financial centres, and Sweden, which retains bad memories of its national FTT. However, eleven countries requested a proposal for an FTT under enhance cooperation. The Commission then prepared a second FTT proposal and presented it in 2013. Since then, the member countries with enhanced cooperation negotiated the features for the common FTT.

Some countries did not wait for an agreement to succeed before action. In 2012, France established a transaction tax on share purchases of listed French companies — whose market capitalization exceeds one billion Euros —, the high-frequency trading and the CDS. Italy, meanwhile, decided to impose on the financial sector more broadly in 2013. It did not only tax share purchases of Italian listed companies — whose market capitalization exceeds half a billion Euros — but also those that are not listed. Additionally, it introduced to the application of the tax field, transactions on derivatives whose underlying asset is a security issued by an Italian company. Following the example of France, high-frequency trading is also penalized in Italy.

This paper examines the impact of measures taken by France and Italy to define if the objectives were achieved. It also outlines the political difficulties to reach an agreement at the European level and presents alternatives to an FTT.

**Key Words:** Financial transaction tax, Tobin tax, financial crisis, European Union, enhanced cooperation