

TAXE SUR LES TRANSACTIONS FINANCIERES

**Un dispositif très préjudiciable
compte tenu de son caractère unilatéral**

Le Parlement vient d'adopter, au travers de la loi de finances rectificative pour 2012, un dispositif de taxation des transactions financières qui entrera en vigueur le 1^{er} août prochain. Schématiquement (v. aussi Annexe 1), ce dispositif s'axe autour de trois volets :

- Une TTF Actions de 0,1 % de la valeur des actions de entreprises françaises cotées dont la capitalisation boursière dépasse un milliard d'euros, due par l'acquéreur quel que soit le lieu de réalisation de la transaction et sa nationalité ou celle de l'intermédiaire qui réalise l'opération ;
- Une TTF Haute fréquence de 0,01 % du montant des ordres annulés ou modifiés excédant un seuil à définir par décret, due par les opérateurs français qui réalisent du trading à haute fréquence pour compte propre ;
- Une TTF CDS souverain à nu de 0,01 % du montant notionnel des contrats d'échange sur défaut (*Credit Default Swaps*) d'un État de l'Union européenne, due par les personnes physiques ou morales françaises qui acquièrent un tel instrument autrement qu'en couverture d'actifs ou d'engagements existants par ailleurs.

L'AMAFI regrette que l'adoption de ce dispositif ait eu lieu sans analyse approfondie de l'ensemble des conséquences économiques attachées à un tel dispositif qui, mis en œuvre de manière unilatérale par la France (v. aussi Annexe 2), aura des effets très négatifs pour les entreprises françaises.

UNE TTF ACTIONS AUX EFFETS TRES NEGATIFS POUR LES ENTREPRISES FRANÇAISES

Contrairement à ce que son taux pourrait laisser penser, le poids de la TTF Actions est loin d'être mineur. Pour les investisseurs institutionnels, elle multiplie au moins par deux à quatre les frais de transactions qu'ils supportent aujourd'hui¹. Pour les investisseurs particuliers français, elle se surajoute aux différentes taxes que supporte l'investissement en actions, conduisant ainsi l'épargne en actions, la plus risquée et la plus utile au financement de long terme de l'économie, à être également celle qui supporte le plus l'impôt (v. Annexe 3).

Alors que beaucoup d'investisseurs portent une attention soutenue à leurs frais de transaction, il serait donc cohérent qu'ils cherchent, chaque fois que cela leur sera possible, une alternative en termes d'investissement en préférant investir dans une entreprise étrangère plutôt que française pour éviter ainsi de supporter la TTF Actions. Pour les investisseurs institutionnels, il est d'ailleurs de leur responsabilité vis-à-vis de leurs mandants de ne pas obérer le rendement de leurs portefeuilles s'ils peuvent faire

¹ Estimés à 0,07 % sur les valeurs du CAC 40 et à 0,15 % sur celle du CAC Mid 100 (Rapport sur le financement des me-eti par le marché, G. Rameix et T. Giami, nov. 2011, p. 19). Sachant que ces montants, rémunèrent non seulement les services d'exécution mais aussi les services d'aide à la décision d'investissement, et notamment l'analyse financière, on mesure ce que la Taxe actions représente pour tous les investisseurs qui n'utilisent pas ou très peu de services d'aide à la décision d'investissement. Or, tel est le cas de tous ceux qui agissent en réplique d'un benchmark prédéfini, souvent un indice, dont le nombre a notablement augmenté ces dernières années. Ainsi, entre 2003 et 2011, la part des seuls *trackers* échangés dans la capitalisation boursière est passée de 0,03% à 0,69 % en Europe et de 0 % à 4,4 % aux Etats-Unis : v. « Le problème majeur sur les marchés financiers : "fondamentalistes" et "chartistes" », P. Artus, Recherche économique Natixis, 28 février 2012, n° 175, <http://cib.natixis.com>.

autrement. Les investisseurs réalisant leurs allocations d'actifs par rapport à une zone géographique et/ou un secteur industriel et commercial, de telles substitutions entre entreprises présentant des caractéristiques similaires d'un point de vue d'investissement sont aisées à réaliser dans une grande majorité de cas : beaucoup d'entreprises françaises disposent en effet de « comparables » en Europe, voire dans le monde.

Si moins d'investisseurs acquièrent des actions d'entreprises françaises, cela va se traduire inéluctablement par une baisse relative de leurs multiples de valorisation. Corrélativement, leur coût du capital va s'en trouver nécessairement augmenté, l'exonération des émissions de capital n'empêchant en tout état de cause pas que le surcoût induit sur le marché secondaire ne soit intégré au niveau du marché primaire².

De nombreuses études, y compris celle menée par la Commission européenne sur une taxation accrue du secteur financier³, mettent d'ailleurs en évidence les effets d'une telle taxe en termes de surenchérissement du coût du capital pour les émetteurs. On doit en outre se demander pourquoi l'Etat a trouvé si « naturel » de ne pas soumettre les transactions secondaires sur les obligations qu'il émet à la TTF si cela ne devait pas avoir d'effet sur ses coûts d'émission⁴.

Par ailleurs, s'agissant spécifiquement des investisseurs français, alors que leur part dans le capital des entreprises françaises est particulièrement peu élevée⁵, il serait dramatique qu'ils se détournent encore plus de cet investissement. Il ne peut en effet être indifférent que les grandes entreprises françaises puissent être détenues majoritairement par des actionnaires étrangers : c'est d'ailleurs un enjeu de souveraineté nationale affirmé à plusieurs reprises par les Pouvoirs publics.

MAIS UNE TTF ACTIONS QUI EVITE CERTAINS ECUEILS, NOTAMMENT EN TERMES DE DELOCALISATION DES OPERATIONS ET DES OPERATEURS

Si la TTF actions ne peut être considérée favorablement en termes de compétitivité des entreprises françaises, il faut malgré tout saluer la volonté d'éviter les effets délocalisateurs de l'impôt sur les opérations de bourse, abrogé en 2008. En ne frappant que les opérations réalisées par des investisseurs français recourant à des intermédiaires installés en France, l'IOB induisait en effet un désavantage concurrentiel discriminant pour ces derniers par rapport à leurs concurrents étrangers : outre qu'un investisseur étranger n'était jamais assujéti à l'IOB, les investisseurs français n'y étaient pas non plus soumis dès lors que leurs opérations étaient réalisées par un intermédiaire étranger. Tel n'est pas le cas de la TTF actions qui s'applique quel que soit le lieu où est installé l'investisseur et/ou l'intermédiaire.

Par ailleurs, au titre des exonérations de la TTF actions, il faut également particulièrement saluer celles :

- Des opérations sur des titres de sociétés dont la capitalisation est inférieure à 1 Md€, totalement cohérente par rapport aux nombreuses actions menées par les pouvoirs publics depuis plusieurs mois pour faciliter le financement par le marché des valeurs moyennes.

² L'investisseur qui souscrit à l'émission prend en compte dans la prime de risque qu'il demande à l'émetteur, le surcoût qui résulte de la taxe qui devra être acquittée lors de la revente, et cela même si, comme dans le dispositif mis en place en France la taxe est seulement payée par l'acquéreur puisque c'est alors celui-ci qui prend en compte ce surcoût dans le prix auquel il sera disposé à acquérir le titre.

³ Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European economic and social Committee and the Committee of the regions – Taxation of the financial sector (*COM(2010) 549, p. 5*).

⁴ « *Ca taxera les actions, les dérivés et les titres à l'exception naturellement des obligations d'Etat* », a déclaré M. Baroin, Ministre de l'économie, lors de l'émission Le Grand Jury RTL/LeFigaro/LCI du 22 janvier 2012 (www.lexpress.fr).

⁵ Après deux années consécutives de baisse, la part du capital des sociétés françaises du CAC 40 détenue par les non-résidents s'est inscrite en hausse en 2009 à 42,3 %, après 40,2 % en 2008, revenant ainsi à un niveau proche de celui de 2002 (42,5%).

- Des opérations réalisées au service d'investisseurs au travers de l'interposition du compte propre d'un intermédiaire afin de ne pas doubler le poids de la taxe, les opérations pour compte propre « pures » (*proprietary trading*) demeurant quant à elles dans le champ de la taxe ;
- Des opérations réalisées dans le cadre d'un contrat de liquidité puisque celles-ci ont pour objet d'améliorer le fonctionnement du marché au profit des investisseurs ;
- Des opérations accomplies dans le cadre d'un dispositif d'épargne salariale car menées au bénéfice des salariés.

UNE TTF HAUTE FREQUENCE QUI NE PEUT ATTEINDRE SON OBJECTIF PUNITIF PUISQUE SEULS LES OPERATEURS INSTALLES EN FRANCE Y SONT SOUMIS

La TTF Haute fréquence s'inscrit dans le débat général auquel donne lieu cette activité depuis plusieurs mois. Elle comporte ainsi une forte dimension punitive d'une activité souvent présentée comme ayant conduit à des évolutions négatives de la physionomie du marché⁶.

A cet égard, la solution ne peut certainement pas être considérée comme appropriée, la taxe ne s'appliquant qu'aux acteurs exerçant cette activité en France. Cela signifie en effet que tous les acteurs situés hors de France, qui sont à l'origine d'une part majoritaire des volumes de transactions effectués sur le marché de Paris, pourront continuer à réaliser des opérations à haute fréquence sans la subir. Aucune correction ou amélioration du mode de fonctionnement du marché n'est donc à attendre de la TTF Haute fréquence ; elle ne fera qu'handicaper les acteurs installés en France au détriment des emplois et de la valeur ajoutée que leurs activités génèrent pour la Place de Paris et l'économie française.

Il faut en revanche saluer la définition donnée des activités à haute fréquence qui évite d'appréhender l'ensemble des opérations de trading algorithmique, dont la haute fréquence n'est qu'une sous catégorie.

UNE TTF CDS SOUVERAIN A NU SANS EFFET

Comme la TTF Haute fréquence, la TTF CDS souverain à nu s'inscrit dans le débat général auquel donne lieu cette activité depuis plusieurs mois. Elle comporte de la même manière une forte dimension punitive⁷ par rapport à des instruments souvent présentés comme déstabilisateurs des conditions dans lesquelles les Etats peuvent émettre sur les marchés obligataires.

De ce point de vue, la TTF CDS souverains à nu appelle les mêmes critiques dans la mesure où elle ne frappe que les acheteurs établis en France, sans concerner tous ceux qui sont établis à l'étranger. Comme précédemment, elle ne fera qu'handicaper les acteurs installés en France au détriment des emplois et de la valeur ajoutée que leurs activités génèrent pour la Place de Paris et l'économie française. En tout état de cause, son effet ne sera que transitoire : il faut en effet rappeler que l'achat de CDS souverain à nu sera de toutes les façons interdit en Europe à compter de novembre prochain en application du règlement européen sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit, en cours de finalisation.



⁶ Comme l'expose dans son évaluation préalable, le projet de loi présenté par le gouvernement « *La taxe sur les opérations à haute fréquence frappe les ordres annulés depuis la France et celle sur les CDS sur risques souverains « à nu » frappe les acquisitions de contrats de ce type par des personnes ou entités localisées en France. Cette différence avec la taxe sur actions tient au fait que cette taxation des activités spéculatives poursuit avant tout un objectif dissuasif et que, à ce titre, la contraction ou la délocalisation des opérations taxées est assumée* ».

⁷ V. supra projet de loi présenté par le gouvernement.

ANNEXE 1 PRINCIPAUX TRAITS DE LA TTF

TTF ACTIONS

La taxe s'applique à toute acquisition à titre onéreux d'un titre de capital ou assimilé dès lors que ce titre est :

- admis aux négociations sur un marché réglementé français, européen ou étranger ;
- émis par une société dont le siège social est situé en France et dont la capitalisation boursière dépasse un milliard d'euros au 1er janvier de l'année d'imposition.

L'acquisition s'entend d'un transfert de propriété, y compris au travers de produits dérivés, d'une opération d'échange ou d'attribution, ou en contrepartie d'apports.

Sont exonérées :

- Les opérations d'achat réalisées dans le cadre d'une émission ;
- Les opérations réalisées par une chambre de compensation ou un dépositaire central dans le cadre de leurs activités ;
- Les opérations de tenue de marché sur instruments financiers réalisées par une entité agréée qui procède :
 - Soit à la communication simultanée de cours acheteurs et vendeurs fermes et compétitifs de taille comparable, avec pour résultat d'apporter de la liquidité au marché sur une base régulière et continue ;
 - Soit, dans le cadre de son activité habituelle, à l'exécution des ordres donnés par des clients ou en réponse à des demandes d'achat ou de vente de leur part ;
 - Soit à la couverture des positions associées à la réalisation des opérations mentionnées précédemment ;
- Les opérations réalisées pour le compte d'émetteurs en vue de favoriser la liquidité de leurs actions dans le cadre de la pratique de marché admise de l'Autorité des marchés financiers ;
- Les opérations intra-groupes ;
- Les opérations de cessions temporaires de titres ;
- Les opérations réalisées dans le cadre d'un dispositif d'épargne salariale ;
- Les opérations de rachat d'actions opérées par les émetteurs ;
- Les opérations d'acquisitions d'obligations échangeables ou convertibles en actions.

La taxe est assise sur la valeur d'acquisition du titre. A défaut de valeur d'acquisition exprimée dans un contrat, celle-ci est calculée par rapport au cours de clôture de la veille donné par le marché le plus pertinent. Elle est exigible le premier jour du mois suivant celui au cours duquel s'est produite l'acquisition du titre. Elle est liquidée et due par le fournisseur de services d'investissement ayant exécuté l'ordre d'achat du titre ou ayant négocié pour son compte propre, quel que soit son lieu d'établissement.

Le taux de la taxe est fixé à 0,1 %.

TTF HAUTE FREQUENCE

Les entreprises exploitées en France sont assujetties à une taxe sur les opérations à haute fréquence portant sur des titres de capital, réalisées pour compte propre par l'intermédiaire de dispositifs de traitement automatisé. Les entreprises qui exploiteraient de tels dispositifs automatisés, pour les besoins d'une activité de tenue de marché telle que définie pour la TTF actions ne sont pas assujetties à la TTF Haute fréquence.

Constitue une opération à haute fréquence sur titre de capital, le fait d'adresser à titre habituel des ordres en ayant recours à un dispositif de traitement automatisé de ces ordres caractérisé par l'envoi, la modification ou l'annulation d'ordres successifs sur un titre donné séparés d'un délai inférieur à un seuil fixé par décret, mais qui ne peut être supérieur à une seconde.

Sous réserve des modalités d'application qui seront précisés par décret, constitue un dispositif de traitement automatisé, tout système permettant des opérations sur instruments financiers dans lequel un algorithme informatique détermine automatiquement les différents paramètres des ordres, comme la décision de passer l'ordre, la date et l'heure de passage de l'ordre, ainsi que le prix et la quantité des instruments financiers concernés. Ne constituent toutefois pas de tels dispositifs automatisés, les systèmes utilisés aux fins d'optimiser les conditions d'exécution d'ordres ou d'acheminer des ordres vers une ou plusieurs plateformes de négociation ou pour confirmer des ordres.

Le taux de la taxe est de 0,01 % du montant des ordres annulés ou modifiés excédant un seuil d'annulation ou de modification des ordres relatifs à des opérations à haute fréquence. Défini par décret, ce seuil ne peut être inférieur à deux tiers des ordres transmis sur une même journée de bourse.

La taxe est exigible le premier jour du mois suivant celui au cours duquel les ordres annulés ou modifiés ont été transmis.

TTF CDS SOUVERAINS A NU

Les personnes physiques domiciliées en France, les entreprises exploitées en France et les entités juridiques établies ou constituées en France sont assujetties à une taxe lorsqu'elles achètent un instrument dérivé servant au transfert du risque de crédit.

La taxe n'est pas due lorsque le bénéficiaire du contrat :

- détient une position longue correspondante sur la dette de cet État ;
- détient des actifs ou contracte des engagements dont la valeur est corrélée à la valeur de la dette de cet État ;
- agit au titre de ses activités de tenue de marché dans le cadre prévu pour la TTF Actions.

La taxe est égale à 0,01 % du montant notionnel du contrat, qui s'entend du montant nominal ou facial utilisé pour calculer les paiements liés au contrat. Elle est due lors de la conclusion du contrat d'échange.



ANNEXE 2

PLUS LE CHAMP TERRITORIAL DE LA TTF EST LIMITE, PLUS LE DISPOSITIF A DES EFFETS NOCIFS POUR CEUX QUI Y SONT SOUMIS

Les marchés financiers sont des outils clés pour le financement des entreprises et des Etats, la couverture des risques et l'allocation de l'épargne dans le cadre de la mise en relation qu'ils assurent entre demandeurs et offreurs. Pour des raisons d'efficacité, cette mise en relation est aujourd'hui réalisée au niveau mondial : en multipliant les choix ouverts à chacun, il est en effet possible, d'une part, aux demandeurs de financements et de produits de couverture d'obtenir ceux-ci au moindre coût et, d'autre part, aux investisseurs d'avoir accès à la palette la plus large d'investissements tout en maximisant les possibilités d'entrées et de sorties à leur disposition.

Dans cet environnement, la taxation des transactions financières crée un coût additionnel qui vient surenchérir celui auquel est effectuée cette mise en relation : c'est d'ailleurs bien l'objectif originel de la Taxe Tobin d'introduire ainsi une friction, estimée de nature à éliminer une source indue de volatilité de court-terme.

Ce surcoût n'est pas une cause de distorsion concurrentielle entre opérateurs si tous y sont soumis de manière équivalente, c'est-à-dire si la taxation des transactions financières est édictée au niveau mondial, ou du moins au niveau des principaux centres financiers. Il constitue en revanche une distorsion chaque fois que certains supportent une taxation et pas les autres, cette distorsion étant d'autant plus importante que le champ des premiers est réduit par rapport aux seconds.

Plus en effet est limité le champ de la taxation des transactions financières, plus ceux qui n'y sont pas soumis de plein droit disposent de nombreuses alternatives pour y échapper, que ce soit en termes de produits ou de contreparties. Vis-à-vis de leurs actionnaires (émetteurs), citoyens (Etats) ou mandants (investisseurs), il serait d'ailleurs bien peu rationnel et responsable de leur part de ne pas chercher à utiliser ces alternatives, et d'accepter de payer un tel surcoût chaque fois qu'ils peuvent l'éviter.

C'est forte de cette observation que l'AMAFI a toujours soutenu qu'une taxation des transactions financières mise en place au niveau des principaux centres financiers mondiaux pouvait se concevoir malgré le surenchérissement du coût du capital qu'elle provoquera. Une telle taxation au niveau de l'Europe sera certainement un facteur de distorsion concurrentielle à son détriment : elle reste toutefois concevable dans la mesure où son poids économique la rend difficilement évitable. En revanche, toute solution ne réunissant que certains Etats européens comporte des risques d'éviction d'autant plus forts, que ceux-ci ne forment pas une masse critique de produits et de contreparties soumis à la taxation. Une telle masse critique ne peut exister si le Royaume-Uni, principal centre financier mondial, n'en fait pas partie.



ANNEXE 3

COMPARAISON DES FISCALITES EN FONCTION DU TYPE DE PRODUIT

Produits d'épargne	Prélèvs sociaux	Prélèvs fiscaux	Total	Remarques
Livret A, bleu, LDD, Livret jeune	0%	0%	0%	Plafonds 15.300€ (A, bleu), 1.600€ (jeune), 6.000€ (LDD)
LEP	0%	0%	0%	Condition de revenu pour le titulaire Plafond : 7.700€
PEL	15,5%	0%	15,5%	Plafond : 61.200€ Prélèvements sociaux au dénouement et au fil de l'eau au-delà de 10 ans Imposition des intérêts à 16% ou au barème (au choix) au-delà de 12 ans.
CEL	15,5%	0%	15,5%	Plafond : 15.300€ Imposition au fil de l'eau
PEP	15,5%	0%	15,5%	Prélèvements sociaux au fil de l'eau Ouverture de nouveaux PEP interdite depuis le 24/09/2003 Prélèvement libératoire optionnel (selon la durée)
PEA >5ans	15,5%	0%	15,5%	Plafond : 132.000€
Ass.vie >8ans -Contrats DSK/Sarkozy	15,5%	0%	15,5%	Prélèvements sociaux au fil de l'eau
Ass. vie >8ans –autres contrats	15,5%	7,5%	23%	Prélèvements sociaux au fil de l'eau Abattement 4600/9200€ Prélèvement libératoire optionnel au dénouement
Ass. vie entre 4 et 8 ans	15,5%	15%	30,5%	Prélèvements sociaux au fil de l'eau Prélèvement libératoire optionnel au dénouement
PEA entre 2 et 5ans	15,5%	19%	34,5%	Prélèvements sociaux au dénouement
Plus-values obligataires	15,5%	19%	34,5%	
Plus-values actions	15,5%	19%	34,5%	
Dividendes	15,5%	21%	36,5%	Le prélèvement libératoire est optionnel
PEA moins de 2 ans	15,5%	22,5%	38%	Prélèvements sociaux au dénouement
Livrets ordinaires	15,5%	24%	39,5%	Le prélèvement libératoire est optionnel
Intérêts obligataires ou titres de créance	15,5%	24%	39,5%	Le prélèvement libératoire est optionnel
Dividendes	15,5%		<40,1%*	Abattement de 1.525/3.050€ CSG partiellement déductible (5,8%)
Ass. vie moins de 4 ans	15,5%	35%	50,5%	Prélèvements sociaux au fil de l'eau Prélèvement libératoire optionnel au dénouement

Source : Fiscalité dérogatoire en fonction du type de produits (actualisé par l'AMAFI en février 2012 – PLFR2012-1), DGTPE

* Exemple → Dividendes imposables de 100 → 100-40% → 60*41% → 24,6%+15,5% = 40,1%