

TAXE SUR LES TRANSACTIONS FINANCIERES TAXER LES OPÉRATIONS INTRA-JOURNALIÈRES

Une fausse bonne idée

SYNTHÈSE

En déterminant, à compter du 1^{er} janvier 2018, le champ d'application de la TTF par rapport à une notion d'achat plutôt que de transfert de propriété, le législateur a mêlé volonté d'entraver la spéculation et volonté d'accroître l'aide au développement auquel est affectée une large partie de la TTF.

Ce faisant toutefois, il affaiblit fortement, sinon fait disparaître le critère juridique pourtant au centre du dispositif adopté en 2012, qui légitime l'application par la France de la taxe aux non résidents, aujourd'hui ses principaux contributeurs.

Alors que la capacité effective de l'administration française à contrôler la bonne application des critères de la TTF par des opérateurs étrangers n'a pas été établie à ce jour, on ne voit pas comment la nouvelle configuration pourrait fournir plus de garanties de ce point de vue. Au contraire, on se demande même quelles raisons pousseraient une administration étrangère à apporter son concours à un tel contrôle au vu du peu de légitimité du critère applicable à compter du 1^{er} janvier prochain alors que l'objectif est, pour des activités réalisées sur son territoire, de procurer des recettes fiscales à la France

Il faut d'ailleurs rappeler que la comparaison avec le dispositif de *Stamp duty reserve tax* – SDRT existant au Royaume-Uni, souvent utilisée par les thuriféraires de la TTF intra-journalière, est fondée sur une analyse biaisée de la réalité. Ainsi, le SDRT :

- ✓ Ne s'applique pas aux transactions intra-journalière réalisées par un intermédiaire financier ;
- ✓ Est étroitement lié à un système de règlement-livraison très spécifique ;
- ✓ A un produit plus élevé qui s'explique, certes par un taux plus important, mais surtout par un plus grand nombre d'acheteurs naturels d'actions taxables.

En tout état de cause, la mise en œuvre d'une TTF intra-journalière rend totalement illusoire l'espoir de recettes additionnelles à la hauteur de ce qui est espéré en matière d'aide au développement. La viabilité économique de ces opérations disparaissant du fait de l'application de la TTF, le risque est même d'avoir une destruction d'autres recettes fiscales générées par les opérations qui cesseront d'être réalisées.

Aucune argumentation étayée n'étant jamais venue établir le manque de fondement des préoccupations ainsi exprimées, il apparaît donc tout à fait indispensable que le remplacement du critère du transfert de propriété par celui de l'achat soit à tout le moins validé par une analyse publique du Conseil d'État, seul doté de l'autorité nécessaire en un tel domaine.

1. Un champ d'application modifié. L'article 62 de la Loi de Finances pour 2017 a supprimé, à compter du 1^{er} janvier 2018, la condition fixant le champ d'application de la taxe par rapport à une notion de transfert de propriété pour déterminer ce champ au regard d'une notion d'achat.

CGI, art. 235 ter ZD	CGI, art. 235 ter ZD Applicable au 1 ^{er} janvier 2018
<p>I.-Une taxe s'applique à toute acquisition à titre onéreux d'un titre de capital, au sens de l'article L. 212-1 A du code monétaire et financier, ou d'un titre de capital assimilé, au sens de l'article L. 211-41 du même code, dès lors que ce titre est admis aux négociations sur un marché réglementé français, européen ou étranger, au sens des articles L. 421-4, L. 422-1 ou L. 423-1 dudit code, que son acquisition donne lieu à un transfert de propriété, au sens de l'article L. 211-17 du même code, et que ce titre est émis par une société dont le siège social est situé en France et dont la capitalisation boursière dépasse un milliard d'euros au 1er décembre de l'année précédant celle d'imposition.</p> <p>L'acquisition, au sens du premier alinéa, s'entend de l'achat, y compris dans le cadre de l'exercice d'une option ou dans le cadre d'un achat à terme ayant fait préalablement l'objet d'un contrat, de l'échange ou de l'attribution, en contrepartie d'apports, de titres de capital mentionnés au même premier alinéa.</p> <p>Les titres représentant ceux mentionnés audit premier alinéa émis par une société, quel que soit le lieu d'établissement de son siège social, sont soumis à la taxe</p>	<p>I.-Une taxe s'applique à toute acquisition à titre onéreux d'un titre de capital, au sens de l'article L. 212-1 A du code monétaire et financier, ou d'un titre de capital assimilé, au sens de l'article L. 211-41 du même code, dès lors que ce titre est admis aux négociations sur un marché réglementé français, européen ou étranger, au sens des articles L. 421-4, L. 422-1 ou L. 423-1 dudit code, que son acquisition donne lieu à un transfert de propriété, au sens de l'article L. 211-17 du même code, et que ce titre est émis par une société dont le siège social est situé en France et dont la capitalisation boursière dépasse un milliard d'euros au 1er décembre de l'année précédant celle d'imposition.</p> <p>L'acquisition, au sens du premier alinéa, s'entend <u>de l'exécution d'un ordre d'achat ou, à défaut,</u> de l'achat, y compris dans le cadre de l'exercice d'une option ou dans le cadre d'un achat à terme ayant fait préalablement l'objet d'un contrat, de l'échange ou de l'attribution, en contrepartie d'apports, de titres de capital mentionnés au même premier alinéa.</p> <p>Les titres représentant ceux mentionnés audit premier alinéa émis par une société, quel que soit le lieu d'établissement de son siège social, sont soumis à la taxe.</p>

2. Mais une volonté d'élargissement qui occulte la réalité des faits. Alors que le Gouvernement, par la voix du Ministre de l'économie, s'en remettait à la sagesse de l'Assemblée, cette disposition résulte d'un amendement parlementaire adopté par les députés au terme d'un débat particulièrement nourri, mêlant essentiellement volonté d'entraver la spéculation et volonté d'accroître l'aide au développement auquel est affectée une large partie de la TTF (v. JOAN, Séances du vendredi 16 octobre 2015).

Ce débat fait toutefois l'impasse sur plusieurs aspects, pourtant tout à fait centraux par rapport aux objectifs poursuivis au travers d'une TTF intra-journalière :

- Un fondement juridique qui reste à établir vis-à-vis des acteurs non soumis au droit français ;
- Une assimilation au SDRT britannique qui ne tient pas compte de traits majeurs de ce dispositif ;
- Une application qui, vidant la plupart des opérations ainsi taxées de tout intérêt économique, conduira à des recettes budgétaires au mieux très limitées, au pire négatives.

FONDEMENT JURIDIQUE D'UNE TTF INTRA-JOURNALIÈRE APPLIQUÉE AUX ÉTRANGERS ?

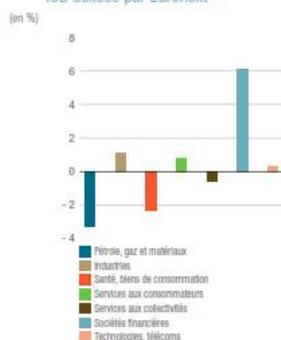
3. Éviter les effets de délocalisation. La capacité à appliquer la TTF aux acteurs étrangers qui sont aujourd'hui des intervenants majeurs sur les entreprises cotées françaises dont la capitalisation excède 1 Md€ (v. *infra* § 4), a constitué un élément décisif dans la conception d'origine du dispositif : il s'agissait plus particulièrement d'éviter les effets de délocalisation créé par l'ancien Impôt sur les opérations de bourse – IOB, supprimé en 2008 pour cette raison même comme l'a exposé le Gouvernement dans le PLFR 2012 qui a introduit la TTF (v. *Annexe - Encadré 1 : La volonté d'éviter les effets de délocalisation*).

4. Une nécessité au regard de la part des non résidents dans les flux d'achat.

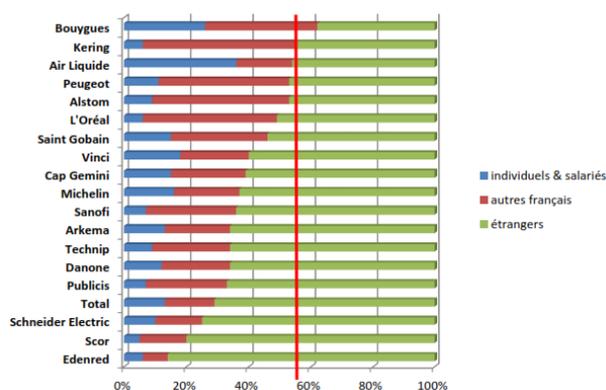
L'enjeu est d'autant plus réel que l'on ne peut négliger la part que détiennent aujourd'hui les non-résidents dans les entreprises concernées. Si l'on se réfère d'ailleurs à l'analyse que mène périodiquement la Banque de France sur la détention par les non résidents des actions des sociétés françaises¹, on y trouve une approximation du poids des non-résidents dans les flux d'achat de valeurs françaises :

« évalués aux prix de décembre 2014 afin de neutraliser l'impact de la valorisation, les non-résidents sont acheteurs nets à hauteur de 2,1 milliards d'euros, tandis que les résidents le sont pour 6,7 milliards d'euros (...), soit une légère progression par rapport à l'année précédente, mais pour un niveau qui reste faible au regard des flux observés entre 2011 et 2013. Les non-résidents achètent pour 6,1 milliards d'euros de titres des sociétés financières. À l'inverse, ils vendent 3,3 milliards d'euros de titres dans le secteur « pétrole, gaz et matériaux » et pour 2,4 milliards d'euros dans le secteur « santé, biens de consommation [comme le met en évidence le graphique ci-contre] ».

G8 Répartition par secteur d'activité des flux nets de détention des actions françaises du CAC 40 Aux prix du 31 décembre 2014 (hors effet de valorisation) et selon la classification ICB utilisée par Euronext



Note : Pour une analyse sur plusieurs années, voir annexe 3.
Source : Banque de France (balance des paiements).



Source F2ic

De cette comparaison des flux nets d'achat des non résidents par rapport à ceux des résidents, on devrait en conclure que les premiers contribuent pour au moins un tiers au produit de la TTF, sachant que, comme le souligne l'étude, cette estimation est probablement minorée au regard de la perspective historique. Mais cette donnée doit aussi être appréciée en considérant qu'environ 70 % du volume des transactions réalisées sur Euronext Paris est généré par des opérateurs intervenant depuis l'étranger, majoritairement Londres. Et si l'on se réfère à des indications données oralement, il s'avère également que le produit budgétaire de la TTF proviendrait à plus de 60 % d'opérateurs établis hors de France².

¹ V. [La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à la fin de l'année 2015](#), C. Guette-Khiter, Banque de France, Bull. n° 207 – sept.-oct. 2016, p. 5.

² Selon les éléments communiqués d'un représentant des pouvoirs publics français à l'occasion d'un colloque organisé par l'AMAFI. Ces données n'ont toutefois jamais été confirmées officiellement par l'administration fiscale.

5. L'existence d'un *nexus* suffisant fondant l'application de la TTF aux non-résidents.

S'agissant de compétence normative des États, le droit international coutumier admet généralement qu'elle ne peut s'exercer que dans la mesure où il existe un critère de rattachement entre l'État concerné et la situation, la personne ou l'objet qu'il entend régler. On parle alors de *nexus* (sur cet aspect, v. aussi les éléments fournis par les services juridiques de la Commission européenne et ceux du Conseil, Encadré 2 : Le *nexus*, un critère central), et il fait peu de doute que ce *nexus* existe suffisamment sur au moins deux fondements :

- Celui du principe de la nationalité car tout État dispose d'une compétence sur ses nationaux ;
- Celui du principe de territorialité car, reflet de sa souveraineté territoriale, tout État dispose d'une compétence sur son territoire.

A cette dernière situation peut également être rattachée celle fondée sur le « principe des effets », dérivé du principe de territorialité, selon lequel il est parfois reconnu qu'un État puisse légiférer lorsqu'une situation bien que se produisant à l'étranger, induit des effets sur le territoire.

L'existence d'un de ces critères n'est pas pour autant le signe que l'État dispose alors d'une compétence absolue et exclusive sur la situation concernée. On admet généralement que l'exercice de cette compétence doit être « raisonnable », qu'il doit exister un lien entre le critère de rattachement utilisé et l'objectif ou la raison d'être de la loi, ce qui doit impliquer la nécessité d'identifier un « effet substantiel, direct et prévisible ».

6. Le transfert de propriété, un élément central du *nexus*. A l'évidence, par rapport aux éléments qui viennent d'être rappelés, le critère du transfert de propriété³, qui jusqu'au 31 décembre 2017 est au cœur du dispositif de TTF institué par l'article 235 ter ZD du CGI, constitue un *nexus* suffisant. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle ce critère a été retenu (*v. supra § 3*). Car c'est le droit français qui, s'agissant de titres financiers « *émis en territoire français et soumis à la législation française* », détermine les conditions de leur représentation par une inscription en compte (*Comofi, art. L. 211-3*) et organise comment l'acheteur du titre devient alors bénéficiaire de l'inscription en compte qui matérialise sa propriété (*Comofi, art. L. 211-17 à 19 ; RG AMF, art. 570-1 et s.*).

C'est aussi le droit français qui détermine les attributs attachés à cette propriété, non seulement en assurant la protection du titulaire de l'inscription en compte (*Comofi, art. L. 211-9 à 12, L. 211-16*), mais aussi en lui conférant lorsque le titre est une action, la qualité d'actionnaire en mesure d'exercer vis-à-vis de l'entreprise émettrice, son droit de vote ainsi que sa capacité à percevoir les droits détachés du titre comme les dividendes, le droit d'attribution et le droit de souscription. Au travers des nombreux contacts avec des opérateurs étrangers qu'a suscités la mise en œuvre de la TTF, l'AMAFI est d'ailleurs en situation de confirmer que la légitimité du dispositif n'a jamais fait l'objet d'interrogations sérieuses de leur part.

7. Quel *nexus* demain alors ? La suppression prochaine du critère de transfert de propriété conduit alors à se demander quel pourra être le *nexus* légitimant l'application de la TTF à des non-résidents qui achètent et revendent un titre dans la même journée alors que le droit français ne leur reconnaîtra aucun droit découlant de cet achat : ne pouvant être titulaire d'une inscription en compte, ils ne deviennent jamais actionnaires, ne peuvent exercer de droit de vote, ni percevoir les dividendes et droits détachés.

La sensibilité politique attachée au sujet de la TTF ne doit pas masquer la véritable problématique en cause. Pour raisonner par analogie, a-t-on jamais imaginé par exemple que la France puisse légitimement taxer la vente de voitures d'occasion de marque française réalisée hors de son territoire entre des étrangers (particuliers et/ou revendeurs) au seul motif que ces voitures ont été initialement produites par un constructeur français ... ?

³ Sur l'application du critère de transfert de propriété en matière de TTF, v. « Taxe sur les transactions financières – TTF France – Guide d'application du dispositif mis en place par la LFR 2012 » ([AMAFI / 17-30FR, § 9 et s.](#)).

8. Des capacités de contrôle illusoires. Si les partisans d'une TTF *intraday* nient la faiblesse du *nexus* résultant du critère de l'achat, ils ne prennent pas plus en compte les arguments liés aux faibles capacités de l'administration française à contrôler la bonne mise en œuvre du dispositif à l'étranger : la réponse est en la matière purement dogmatique, fondée sur des capacités de contrôle qui seraient d'autant moins discutables qu'elles ont été récemment renforcées tant au niveau européen qu'international (*sur ces aspects, v. aussi AMAFI / 17-30FR précité § 108 et s.*).

Pourtant, cet aspect est déterminant. Il est troublant de constater que sur la base d'un critère – le transfert de propriété – qui n'est pas discuté, et alors que les recettes de TTF issues d'opérateurs non-résidents sont tout à fait significatives, que ceux-ci n'ont encore fait l'objet d'aucun contrôle de la part de l'administration fiscale. Et cela alors que plusieurs opérateurs établis en France ont déjà fait l'objet de contrôles poussés⁴. Peut-on vraiment croire que de tels contrôles pourront être déclenchés quand la légitimité de la taxe reposera sur le seul critère de l'achat ? Quelle administration étrangère accordera d'ailleurs son assistance à une demande dont l'objet est, pour des activités réalisées sur son territoire, de procurer des recettes fiscales à la France ?

UN SDRT BRITANNIQUE TRÈS SPÉCIFIQUE ET NON COMPARABLE

9. Des différences fortes. La comparaison avec le dispositif de *Stamp duty reserve tax* – SDRT existant au Royaume-Uni est souvent réalisée. Cette comparaison, dont l'objet est de démontrer la pertinence d'une taxation intra-journalière, est toutefois fondée sur une analyse biaisée de la réalité.

+ Un SDRT qui s'applique aux transactions intra-journalières sauf lorsqu'elles sont le fait d'un intermédiaire financier

10. Le SDRT ne lutte pas contre la spéculation.
Il est souvent affecté de croire que la taxation des transactions intra-journalières serait un moyen efficace de lutter contre la spéculation en veillant à ce que les acteurs financiers ne se détournent pas de leur mission principale que constitue le service au financement de l'économie.

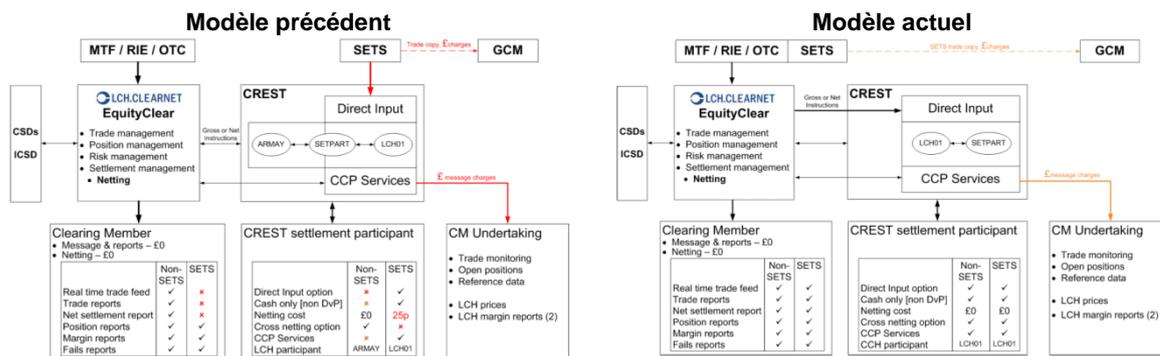
Tel n'est toutefois pas l'objet du SDRT comme l'a d'ailleurs rappelé le Ministre des Finances lors de la discussion parlementaire : les entités réalisant des transactions soumises au SDRT, qui interviennent en effet avec un statut d'intermédiaire de marché reconnu (*recognised intermediary*), ouvert notamment à tous les membres de marché (*v. intermediary relief, HMRC*), bénéficient en effet d'une exonération générale de SDRT, sans laquelle d'ailleurs ces opérations n'auraient plus d'intérêt économique (*v. infra § 16 et s.*). Cette situation est fondamentalement différente de celle de la France, qui a fait le choix d'une TTF articulée autour d'exonérations bien délimitées, sans exemption générale des opérations réalisées par des intermédiaires financiers (*v. AMAFI / 17-30FR précitée, n° 22 et s.*).

M. Michel Sapin, ministre. À l'heure actuelle, nous ne sommes pas les seuls à avoir mis en place une taxe sur les transactions financières dans le domaine des actions. Vous la comparez à celle qu'a mise en place le Royaume-Uni, et vous avez raison de le faire. Mais y a-t-il aujourd'hui en Europe des pays qui taxent les transactions intra-journalières ? Deux pays le font, le Royaume-Uni et la Belgique, mais leurs système admet une exception : les transactions intra-journalières réalisées par des institutions financières ne sont pas concernées. Pour le dire autrement : les transactions intra-journalières de Mme Michu qui s'amuse sur son ordinateur plusieurs fois par jour à acheter et vendre sont taxées, et les autres ne le sont pas. Je dis cela à l'intention de ceux qui seraient tentés de nous dire : « Oui, mais cela existe ailleurs. » Qu'ils sachent bien comment fonctionne, en réalité, ce qui existe ailleurs ! Cela signifie que si nous mettions en place cette taxation aujourd'hui, nous serions les seuls à le faire (*v. JOAN, Séances du vendredi 16 octobre 2015, p. 8268*).

⁴ De la part de la DVNI - Direction des Vérifications Nationales et Internationales avec mise en œuvre des moyens de contrôle informatisés dont disposent les BVCI - Brigades de Vérifications des Comptabilités Informatisées.

Un SDRT lié étroitement à un système de règlement-livraison très spécifique

11. Historiquement, l'organisation de la chaîne de règlement-livraison au Royaume-Uni est très particulière. Elle repose sur un opérateur CREST (*Certificateless Registry for Electronic Share Transfer*) qui, enregistrant le détail des transactions brutes, intervient comme point central d'un dispositif de SDRT taxant chaque transaction. En 2014, cette organisation a été revue, au prix d'un assez lourd chantier



Désormais, CREST n'opère plus que sur des transactions nettes, mais s'est vu confier, pour les besoins de la SDRT un rôle de centralisateur de fichiers détaillés (*Stamp Assessed Trades*) soumis par des *Stamp Data Providers*.

12. La France, en ce qui la concerne, est organisée très différemment depuis de nombreuses années. Aujourd'hui, c'est Euroclear qui est chargé :

- En tant que gestionnaire de système de règlement-livraison, d'organiser en liaison avec la Banque de France, les flux de règlement-livraison ;
- En tant que dépositaire central, de mouvementer dans ses livres les comptes titres qu'y détiennent les établissements teneurs de compte en y reflétant les avoirs qu'eux-mêmes détiennent pour le compte de leurs clients.

Ce système est fondé essentiellement sur des flux nets, Euroclear ne recueillant au titre de ses activités de gestionnaire du système de règlement-livraison et de dépositaire central aucune information permettant le calcul d'une TTF.

13. C'est d'ailleurs bien pour cette raison que le dispositif français a prévu la transmission par le redevable au dépositaire central agréé en France, des informations nécessaires. Mais la loi a également prévu la situation où les titres sont déposés chez un dépositaire central qui n'est pas agréé en France : ces informations doivent alors être adressées directement à l'administration fiscale (*pour une description du mécanisme, v. AMAFI / 17-30FR précitée, n° 97 et s.*).

Ainsi, le dispositif français repose seulement sur la déclaration du redevable, le dépositaire central ne servant qu'à les centraliser et aidant au recoupement des incohérences (*v. AMAFI / 17-30FR précitée, n° 111*).

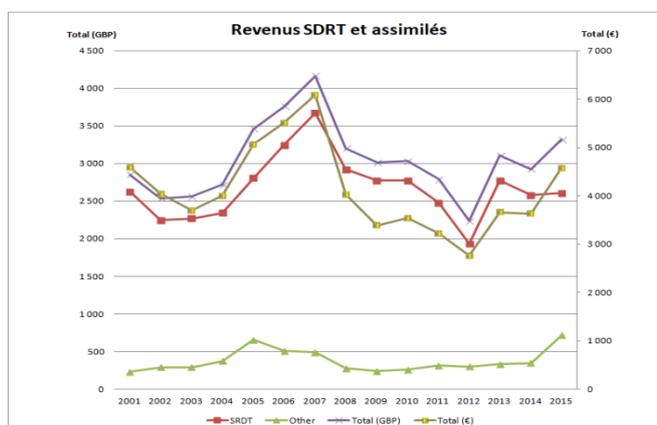
Un produit du SDRT qui doit être justement apprécié

14. **Un produit variable.** Le SDRT britannique est souvent pris en exemple pour tenter d'établir qu'une TTF ambitieuse peut être source de recettes fiscales importantes. Les chiffres avancés du produit de SRDT sont souvent largement surestimés. En réalité sur la période 2001 / 2015, les montants collectés que révèlent les statistiques officielle du HMRC – *HM Revenue & Customs* montrent

que la moyenne annuelle s'établit 3.046 M€, soit 4.120 M€ au taux de change moyen de chaque année concernée.

15. Une comparaison avec la TTF française qui ne doit pas oublier certains facteurs. Certes le rendement de la TTF est moindre que celui du SDRT puisqu'en 2015, c'est 1.057 M€ qui ont été comptabilisés budgétairement, et 1.097 M€ pour 2016.

Cette différence ne doit toutefois pas étonner au regard de deux facteurs particulièrement centraux en l'occurrence :



Source : HMRC

- D'une part, il faut prendre en compte la différence de taux entre l'une et l'autre taxe : en 2015 et 2016, le taux de la TTF était encore de 20 BP (30 BP à partir de 2017) alors que celui du SDRT est de 50 BP. Comparer les produits nécessite alors de corriger l'effet lié à la différence de taux, réduisant d'autant l'écart (*mais sur les effets négatifs d'une telle taxe, v. aussi Encadré 3 : De l'efficacité du marché secondaire dépend le coût du capital que les entreprises lèvent sur le marché primaire*).
- D'autre part, et surtout, il faut également prendre en compte la réalité de marchés britannique et français, le premier comptant, en bien plus grand nombre, deux types d'acheteurs naturels d'actions taxables : les particuliers et les fonds de pension (*v. sur cet aspect, Encadré 4 : Des acheteurs naturels d'actions moins nombreux en France qu'au Royaume-Uni*).

DES RECETTES BUDGÉTAIRES LIMITÉES, SINON NÉGATIVES

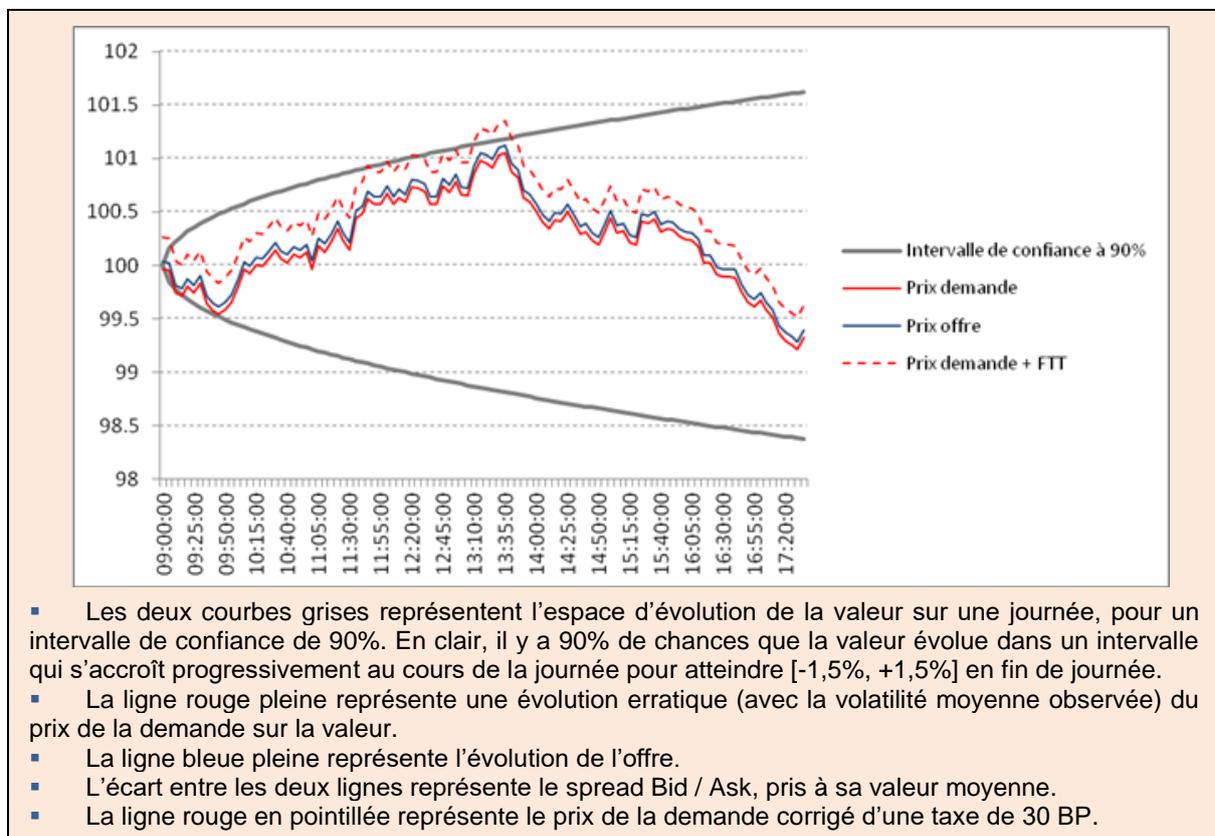
16. L'intraday est fondé sur la répétition d'un profit économique unitaire faible. Une stratégie intra-journalière ne consiste pas nécessairement à acheter à la demande puis à essayer immédiatement de revendre à l'offre. La stratégie peut prendre en compte des éléments déclencheurs du type détection de tendance avec en ce cas l'objectif, soit de suivre la tendance, soit de parier sur le retour à la moyenne. Toutefois, au vu de l'ampleur des mouvements susceptibles d'intervenir au cours d'une journée, plus longtemps est portée la position intra-journalière, plus augmente le risque découlant de la stratégie mise en œuvre.

Ce facteur est essentiel car, concrètement, il décourage les stratégies intra-journalières ne conduisant pas au dénouement rapide des positions prises. Sa conséquence directe est qu'une telle stratégie vise en réalité pour chaque mouvement (achat / vente ou vente / achat), un profit de l'ordre d'une fraction du *spread* entre la demande et l'offre⁵. Alors que le profit unitaire se mesure en point de base ou *basis point* (1 BP = 1 EUR pour 10.000 EUR traités), c'est la répétition des mouvements au cours de la journée qui génère la rentabilité économique sur laquelle s'appuient plus particulièrement les stratégies de trading haute fréquence.

17. L'effet graphique de la TTF intra-journalière. Pour éclairer cet effet, le graphe ci-dessous présente, sur la base des données observées pour les valeurs du CAC 40 (qui sont celles sur lesquelles se concentrent beaucoup de stratégies intra-journalières), le comportement moyen d'une telle action tout au long d'une journée de cotation. Ce comportement moyen est calculé à partir de la moyenne de la

⁵ Le *spread* exprime la compétitivité du carnet d'ordres, mesurée par l'écart entre le meilleur prix acheteur (*Bid*) et le meilleur prix vendeur (*Ask*).

volatilité (vol. 10D annualisée : 15,9%) et de la moyenne du *spread Bid-Ask* (3,6 BP) des valeurs du CAC40, l'une et l'autre étant observées en 2016.



De ce point de vue, le graphe ne reflète pas le comportement effectivement observé un jour donné pour une valeur donnée. Il représente, pour les données de *spread* et de volatilité observées, une « marche au hasard⁶ » fondée sur les modèles mathématiques en vigueur (qui ont été construits sur la base des observations et sont en retour utilisés par les intervenants, notamment traders de haute fréquence, pour déterminer leurs stratégies).

18. Une viabilité économique qui disparaît. On met ainsi en évidence qu'une stratégie intra-journalière est totalement incompatible avec l'application d'une TTF de 0,3%. Le graphe montre en effet que le prix à la demande serait si fortement déformé par la taxe que la stratégie deviendrait intenable : il n'y a en réalité aucune chance de récupérer le montant de la taxe sur un temps court alors que sur un temps plus long, il y a une accroissement du risque de devoir faire face à une évolution défavorable, par construction non anticipable.

Il en découle que la TTF intra-journalière aura pour effet de faire disparaître les stratégies intra-journalières « raisonnées », c'est-à-dire celles qui étant mises en œuvre par des acteurs suffisamment avertis, représentent des volumes réellement significatifs auxquels pourraient être attachés des recettes fiscales suffisamment élevées, sauf si ces stratégies bénéficient d'une autre exemption, notamment au titre des activités de tenue de marché. Certes, subsisteront par ailleurs d'autres flux *intraday*, comme ceux résultant du SRD *retail*, de la gestion d'erreurs de marché ou du *netting* de flux par des gestionnaires de fonds ou des banques privées. Il ne peut toutefois être espéré que ces divers flux « artisanaux » augmentent le rendement de la TTF dans les proportions escomptées.

⁶ Dans le cadre théorique des marchés efficients, les changements de prix des titres suivent une « marche au hasard ». C'est-à-dire que les évolutions des prix sont indépendantes des prix passés. Il est alors impossible de prévoir les évolutions futures, puisqu'elles sont totalement aléatoires.

19. La possibilité de recettes fiscales négatives. Mais constater que des opérations intra-journalière ne se feront plus, car désormais sans intérêt économique du fait du poids de la taxe, conduit corrélativement à estimer que l'effet peut être plus large. Que les recettes fiscales supplémentaires issues de la TTF soient négligeables, sinon nulles, ne signifie pas pour autant qu'il n'y aura pas une perte d'autres recettes fiscales. En effet, les opérateurs qui réalisent aujourd'hui des opérations intra-journalières supportent selon le cas d'autres taxes attachées directement ou indirectement à ces opérations : impôt sur les sociétés, plus-values, ...

L'enjeu est alors que l'application de la TTF intra-journalière ne se traduise par un solde budgétaire négatif.

--oOo--

20. La nécessité d'une analyse par le Conseil d'État. L'enjeu d'une TTF intra-journalière fondée sur une *nexus* suffisant, légitimant son application extraterritoriale, est central. Certes, l'AMAFI ne prétend pas disposer de toute la compétence nécessaire pour analyser en détail cette question. Elle observe cependant qu'aucune argumentation étayée n'est jamais venue réfuter les éléments qu'elle vient d'exposer⁷ et que la Cour des comptes vient d'exprimer la même préoccupation⁸.

L'Association estime donc tout à fait indispensable que le remplacement du critère du transfert de propriété par celui de l'achat soit à tout le moins validé par une analyse publique dotée de l'autorité nécessaire. En la matière, le Conseil d'État apparaît devoir être d'autant plus au centre qu'il pourra être amené à connaître des litiges que déclenchera inévitablement le maintien de cette disposition, pour autant toutefois que l'Administration fiscale soit en mesure d'identifier et de redresser les contribuables étrangers en cause. C'est d'ailleurs bien le sens de la recommandation de la Cour des comptes lorsque, dans les observations qu'elle formule sur le dispositif, elle indique : « *S'agissant des transactions effectuées à l'étranger, la question du fait générateur est particulièrement importante dans la mesure où il fonde la légitimité de la France à percevoir une taxe sur de telles transactions. La disparition de la notion de transfert de propriété dans la définition de l'assiette taxable risque d'alimenter de nombreux contentieux sur la territorialité de l'impôt. Une réflexion devrait être engagée par le Gouvernement dans le cadre de la prochaine loi de finances en vue de lever ces difficultés avant la mise en œuvre effective de l'extension de l'assiette de la TTF aux transactions intra-journalières.* »

∞ ○ ∞

⁷ Et qui pour beaucoup sont repris d'un document établi à l'automne 2015 lorsque cette question a été débattue à l'Assemblée nationale : Taxer les transactions financières – Taxer les opérations intra-journalières – Prendre en compte les vrais arguments » ([AMAFI / 15-56](#)).

⁸ « « *La disparition de la notion de transfert de propriété dans la définition de l'assiette taxable risque d'alimenter de nombreux contentieux sur la territorialité de l'impôt* », avertissent les sages de la rue Cambon » ([La Cour des comptes tire à boulets rouges sur la taxe Tobin à la française, G. Benoît, Les Échos](#)).

ANNEXE

Encadré 1 : La volonté d'éviter les effets de délocalisation

Cette volonté est clairement exprimée au travers des évaluations préalables qui accompagnaient le PLFR 2012-2 ayant introduit une TTF ([v. Doc. AN n° 4332, 8 février 2012, p. 167 et s.](#)).

2.2 Description des avantages/inconvénients des différentes options

(...) Une deuxième option consisterait dans le rétablissement de l'impôt sur les opérations de bourse (IOB). L'IOB taxait « toute opération de bourse ayant pour objet l'achat ou la vente, au comptant ou à terme, de valeurs de toute nature donnant lieu à la rédaction d'un bordereau soumis à un droit de timbre calculé d'après le taux de la négociation » (ancien article 978 du CGI), qui s'applique aux transactions réalisées sur des valeurs françaises et étrangères, quel que soit leur lieu de cotation.

L'une des caractéristiques de l'IOB résidait dans son plafonnement à 610 €, rendant cet impôt dégressif pour les transactions les plus élevées.

L'IOB ne concernait dans les faits que les opérations réalisées par un intermédiaire financier établi en France et portant sur des valeurs françaises ou étrangères, quel que soit le lieu de réalisation de la transaction, ce qui incluait donc des opérations effectuées sur un marché étranger et portant sur des titres non français. En revanche, les opérations qui n'étaient pas intermédiées par un prestataire de services d'investissement (PSI) établi en France échappaient à l'IOB, en particulier celles effectuées sur le marché de Paris depuis l'étranger.

Cet impôt n'est cependant plus adapté au contexte réglementaire lié à l'entrée en vigueur de la directive concernant les marchés d'instruments financiers (directive MIF) depuis le 1er novembre 2007.

En effet, une partie du flux de transactions qui était traitée sur Euronext est désormais captée par les plates-formes de négociation alternatives (telles que Chi X-BATS ou Turquoise), notamment installées à l'étranger. Une taxe de ce type serait donc aisément contournable et ne permettrait aujourd'hui pas d'atteindre des recettes d'un montant de 250 M€ (recettes fiscales de fin 2007) car, soit les PSI de ces marchés, majoritairement non français, sont situés hors de France, soit les investisseurs institutionnels sont directement membres de ces plates-formes, notamment les plates-formes électroniques. Par ailleurs, les PSI français perdraient des parts de marché au bénéfice des PSI étrangers. En effet, à l'image de ce qui se produit à l'heure actuelle pour l'échange de titres étrangers, la mise en œuvre du principe de meilleure exécution prévu par la directive MIF pousserait les entreprises d'investissements à procéder à des comparaisons de coûts de transaction et à passer leurs transactions via leurs filiales ou succursales étrangères.

Le contexte a donc fondamentalement changé par rapport à celui qui prévalait lors de l'introduction de l'IOB, caractérisé par une faible internationalisation des opérations et par le monopole des agents de change, garantie de perception sur toutes les transactions intermédiées. Le rétablissement de l'IOB constituerait donc un facteur de contournement des PSI établis en France et les investisseurs français seraient incités à recourir à des intermédiaires établis hors de France pour réaliser leurs opérations sur Euronext Paris ou sur des marchés étrangers.

Encadré 2 : Le *nexus*, un critère central

Les discussions sur la mise en œuvre d'une TTF européenne dans le cadre d'une coopération renforcée entre certains États membre a conduit les services juridiques du Conseil à préciser les contours de cette notion dans un avis rendu le 6 septembre 2013 ([JUR 448](#), [FISC 163](#), [ECOFIN 771](#)) :

(i) jurisdiction to tax - extraterritorial effect of Article 4 of the proposed Directive

18. *The imposition of FTT on financial institutions resident in non participating Member States pursuant to the "counterparty" principle in Article 4(1), point f) of the proposed Directive, would constitute the exercise of jurisdiction over entities located outside the geographical area concerned by the legislation adopted under the enhanced cooperation.*

19. *Under customary international law, which in accordance with Article 3(5) TEU is to be respected by the Union¹ (jurisdiction is based on the existence of a relevant link between the State that exercises jurisdiction and the person or situation over which jurisdiction is exercised. Whether there is sufficient nexus to justify the exercise of taxing jurisdiction by participating Member States in respect of the financial transactions covered by Article 4(1) point f), and whether other States have not a more relevant interest in regulating the taxpayer's conduct, is to be determined also in the light of the objectives pursued by the proposed legislation for a FTT, which are: the raising of revenue, contribution by the financial sector to the costs of the crisis, and disincentivising excessively risky activities*

20. *It goes without saying that the raising of revenue by a Member State does not justify recourse to a remote nexus for taxation of foreign based persons thereby impinging on more relevant tax jurisdiction of other States over those persons or the activity involved.*

¹ See Judgment of the Court of Justice of 21 December 2011 in Case C-366/1.

Si les services juridiques de la Commission européenne ont contesté l'application qui était faite de ce critère du *nexus*, en revanche, ils ne l'ont pas remis en cause ([Non-paper by the Commission Services](#)) :

b) Relevance of a sufficient "nexus" to the taxing State

14. *Yet, nothing in the foregoing discussion should be taken as implying that a State's tax jurisdiction is not subject to any limitation at all; the point is simply that no such limitation is to be derived from a criterion involving the interests of other States. Instead, the sole relevant criterion for the determination of tax jurisdiction is the connection between a State and the person or transaction it wishes to subject to taxation. This is the very criterion the Council LS itself identifies as being of primary relevance in customary international law (see supra para. 7), and the decisive question is how this criterion is to be applied in the specific area of taxation.*

15. *In this respect there is, as a fundamental starting point, general consensus that a certain connection ("nexus") is required between a State and the person, property or transaction it wants to tax.¹⁷ As the following passage from a ruling of the German Constitutional Court, highlighted by the leading scholar F.A. Mann, demonstrates, it is exactly this "nexus" which has the function of preventing that one State may act unreasonably in relation to another (see supra para. 11):*

The imposition of taxes upon a foreigner living abroad, which is founded upon a set of facts wholly or partly implemented abroad, requires appropriate points of contact for

taxation by the taxing State to prevent interference, contrary to public international law, with the foreign State's claim to sovereignty. These points of contact and their factual closeness must, from the point of public international law, satisfy a minimum reasonableness.

This requirement constitutes an essential legal limitation of the sets of facts which according to the rules of its own legal system a State may lawfully hold of i.e., a restriction of its international legislative jurisdiction. The legal possibility of imposing taxes upon foreigners is subject to clear limits by the necessity of contact, for instance, with nationality, establishment, residence or sojourn, the realization of a set of taxable facts or the achievement of a legally relevant result within the State.¹⁸

16. *This passage summarises the broad legal parameters regarding the necessary relation between a fiscal subject or object of taxation and a State as the potential holder of tax jurisdiction over that subject or object. That relation (or "fiscal attachment") may be of a direct nature towards the fiscal subject ("personal attachment" reflecting the State's personal sovereignty over its nationals and over persons with a certain presence within its territory), or it may be indirect through a connection of the object of the tax with that territory ("economic attachment").¹⁹*

17. *There must, therefore, be either a personal or an objective "nexus" between the taxpayer and the State concerned. Personal connecting factors include the domicile, residence or citizenship of individuals and the place of incorporation or of effective management of legal entities, while for an objective connecting factor to exist it is sufficient that parts of a transaction or activity involve the taxing State, or that the object of the action is somehow connected to the taxing State.²⁰*

18. *The fact that there is general international consensus on these connecting factors is also confirmed by the American Law Institute's Restatement (Third) of Foreign Relations Law of the United States, which sums up the "basic rules" on tax jurisdiction in § 411 and explains their practical application in § 412. What is particularly remarkable is that the Restatement explicitly addresses transaction taxes. In this respect § 411(3)(b) emphasises as one of these basic rules that a State "may exercise jurisdiction to tax a transaction that occurs, originates, or terminates in the state's territory or has some other substantial connection to the state". § 412(4) then demonstrates how this basic rule is to be applied by stating that "(a) state may exercise jurisdiction to tax a transaction that occurs, originates, or terminates in its territory or that has a substantial relation to the state, without regard to the nationality, domicile, residence, or presence of the parties to such a transaction".*

19. *It is against this yardstick that Article 4(l)(f) of the proposed FTT Directive must be measured. The Commission's services consider that this provision complies with the afore-mentioned requirements of international tax law and of customary international law in general.*

¹⁷ See, e.g., Mann, "The Doctrine of Jurisdiction in International Law", 111 *Hague Academy - Recueil des Cours* (1964), 1, at 109 et seq., citing in particular the US Supreme Court, Judgment of 5 April 1954, *Miller Bros. v. Maryland*, 347 U.S. 340 (1954), at 342.

¹⁸ Mann, "The Doctrine of International Jurisdiction Revisited after Twenty Years", 186 *Hague Academy - Recueil des Cours* (1984), 9, at 29 et seq., citing the *Bundesverfassungsgericht*, Order of 22 March 1983, 2 BvR 475178, *Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts (BVerfGE)* 63, 343, at 349.

¹⁹ Martha, "Extraterritorial Taxation in International Law", in: Meessen (ed.), *Extraterritorial Jurisdiction in Theory and Practice* (1996), 19, at 23 et seq.

²⁰ Lang, *Introduction to the Law of Double Tax Conventions*, 2nd (2013), m.no 1.

Encadré 3 : De l'efficacité du marché secondaire dépend le coût du capital que les entreprises lèvent sur le marché primaire

Le marché primaire est celui sur lequel les entreprises lèvent du capital pour assurer leur financement, et notamment lorsque cela est réalisé sous forme d'émission d'actions, permettre les investissements qui vont être le facteur de leur développement. Le marché secondaire est celui sur lequel les investisseurs peuvent entre eux acheter et vendre ultérieurement les titres émis.

Marché secondaire et marché primaire sont indissociablement liés. Des souscripteurs ne vont se présenter sur le marché primaire et apporter des capitaux à l'entreprise émettrice que parce qu'ils ont la certitude de pouvoir céder ultérieurement leur investissement sur le marché secondaire à d'autres investisseurs. C'est particulièrement vrai dans le cas des actions qui n'ont pas de durée de vie limitée, au contraire d'une obligation qui à son échéance doit être remboursée.

Lors de sa souscription sur le marché primaire, l'investisseur va ainsi prendre en compte la plus ou moins grande capacité qu'il aura à céder ses titres lorsqu'il le souhaitera à un prix reflétant le plus exactement les fondamentaux économiques existant à ce moment. Cette capacité dépendant directement de la liquidité du titre, c'est au travers d'une « prime de liquidité » que cette prise en compte est assurée. En clair, moins la liquidité secondaire du titre est forte, plus les investisseurs vont demander une décote importante par rapport à un prix théorique d'émission afin de compenser le risque qu'ils prennent de ce fait. Corrélativement, pour l'entreprise émettrice, cela signifie moins de capitaux levés par rapport au nombre de titres émis : en ce cas son coût de capital est plus élevé.

C'est la raison pour laquelle, sauf à faire une seule fois appel au marché et ne plus en avoir besoin par la suite, aucun émetteur ne peut se désintéresser des conditions de fonctionnement du marché secondaire de son titre.

La TTF a bien sûr un impact de ce point de vue. En renchérissant le prix auquel de futurs acheteurs pourront acquérir le titre sur le marché secondaire, elle réduit leur appétence et donc la liquidité du titre. Avec un taux de 0,2 %, l'Autorité des marchés financiers avait estimé à 10 % cette réduction de liquidité ([v. Retour d'expérience sur la TTF françaises. Risques et tendances, n° 14, avril 2014, p. 47](#)).

En réalité, plus le taux de la TTF est élevé, plus cet impact augmente.

Encadré 4 : Des acheteurs naturels d'actions moins nombreux en France qu'au Royaume-Uni

C'est d'abord vrai en ce qui concerne les particuliers comme l'a révélé une étude l'ISIEG réalisée en partenariat avec Air Liquide en décembre mettant en évidence que la France dispose de moins d'actionnaires individuels que le Royaume-Uni, et que le montant moyen investi par chacun est moins élevé :

« Les investisseurs individuels britanniques sont plus nombreux et investissent près de 1,5 fois plus que leurs homologues français. En décembre 2013, les Britanniques ont investi 4.631 euros en actions cotées et détenaient 11,22 % de la capitalisation boursière nationale (soit 243 milliards d'euros), soit la plus grande capitalisation boursière de tous les États membres européens. (...) Comptant près de 9 millions d'actionnaires individuels (soit 14 % de la population totale) le Royaume-Uni fait preuve d'un fort engouement pour le marché boursier, comme en atteste leur patrimoine financier, le plus élevé des pays européens » (p. 10 et 11).

Dans le même temps, « L'année 2003 a vu le nombre d'actionnaires individuels français atteindre un pic historique, celui-ci s'élevant à 7,3 d'investisseurs, soit près de 12 % de la population française à cette période. Au terme de neuf années au cours desquelles se sont produites deux crises financières, ce nombre a chuté à 4,1 millions de personnes, s'effondrant ainsi à près de la moitié du taux affiché en 2003 : 6,2 % de la population du pays. En outre sur la période étudiée, la baisse enregistrée entre 2009 et 2010 a été la plus forte, le nombre d'actionnaires passant de 7 à 5,3 millions » (p. 2). « Fin 2013, les particuliers français détenaient 8,5 % du capital total investi en actions cotées, contre 12,2 % en 2000 » (p. 3). « Par ailleurs, le niveau d'investissement en actions cotées par habitant a atteint 3.212 euros en décembre 2013 » (p. 6).

Le constat de la faiblesse de l'actionnariat individuel a été plus récemment confirmé par l'AMF ([v. La lettre de l'Observatoire de l'épargne de l'AMF, n° 19, juin 2016](#)) :

Focus

La détention d'actions continue de baisser

En 2016, les Français sont 6,2 % à détenir des actions en direct, contre 6,6 % un an plus tôt.

Le taux de détention directe d'actions poursuit sa baisse. Représentant 13,8 % en 2008, il s'établit à 6,2 % en mars 2016 selon l'enquête menée chaque année par TNS-Sofres¹. Le nombre de particuliers déclarant détenir des actions en France peut ainsi être évalué à environ 3 millions de personnes.

Les possesseurs de plans d'épargne en actions seraient également moins nombreux : le taux de détention est de 6,8 % des Français en 2016, contre 7,1 % en 2015.

5,2 % des Français détiennent des placements collectifs (FCP et SICAV). Ils sont 1,6 % à posséder des obligations en direct.

1 Français sur 13 détient un produit en actions

Seuls 2,5 % des Français interrogés ont répondu détenir un fonds investi en actions (contre 7,5 % en 2008).

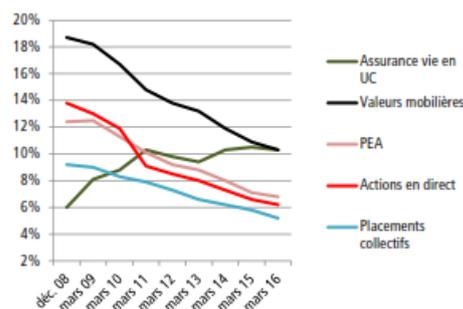
Le taux d'investisseurs en actions, que ce soit en direct ou par le biais de placements collectifs, atteint désormais 7,6 % de la population (contre 8,1 % en mars 2015, 16,4 % en 2008).

Plus largement, la détention de valeurs mobilières (actions, obligations, placements collectifs) est passée de 18,7 % de la population en 2008 à 10,3 % en mars 2016.

1 Français sur 10 détient une assurance vie en unités de compte

Un tiers des Français déclare détenir un contrat d'assurance vie. Parmi eux, 26 % répondent qu'ils détiennent un « contrat en euros » et un peu plus de 10 % un « contrat en unités de compte ou mixte », un taux en hausse depuis 2009 (8 %), mais stable depuis 3 ans. ■

L'évolution des taux de détention de 2008 à 2016



¹ Source : base SoFia, TNS Sofres (12 000 Français de 15 ans et plus).

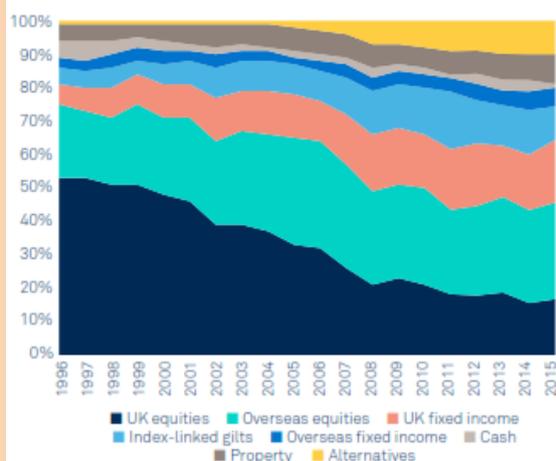
Source : TNS Sofres.

Mais le Royaume-Uni compte surtout des acheteurs naturels d'actions particulièrement puissants au travers des Fonds de pension. Ainsi selon les données de l'[OCDE](#), en 2015, les fonds de pension britannique totalisaient 2.742 Mds\$ d'actifs pendant que la France en comptait 13.262 Mds\$.

Or, par leur horizon d'investissement et le biais géographique qui affecte les décisions de leurs gérants, une part non négligeable de l'actif ces fonds de pension est constituée par des titres de sociétés britanniques (v. [Asset management in the UK 2015-2016 – The Investment management association annual survey](#)).

« Equity allocations fell by one percentage point year on year to 39%. Allocations to UK equity rose to 33% of total equity, cementing indications from last year that the decline in UK equity holdings had finally halted » (v. [Asset management in the UK 2015-2016 précitée, p. 25](#)).

CHART 25: OVERALL UK PENSION FUND ASSET ALLOCATION (1996-2015)



Source: UBS Pension Fund Indicators

CHART 2: TOTAL ASSETS UNDER MANAGEMENT IN THE UK AND UK PENSION ASSETS (1995-2015)



En réalité le meilleur moyen d'augmenter les recettes de la TTF serait que, tant les investisseurs particuliers qu'institutionnels, orientent plus leurs placements vers les fonds propres des entreprises. Cette voie serait d'autant plus opportune qu'elle apporterait également une réponse à l'enjeu auquel fait face la France en termes de renforcement des fonds propres de ses entreprises.