

## TAXE SUR LES TRANSACTIONS FINANCIERES TAXER LES OPERATIONS INTRA-JOURNALIERES

### Prendre en compte les vrais arguments

Par amendement lors du débat sur le Projet de loi de finances 2016, l'Assemblée nationale a prévu que la taxation des acquisitions d'actions entrant dans le champ de la TTF introduite par l'article 235 ter ZD du Code général des impôts, ne soit plus liée, à compter du 31 décembre 2016, à la constatation que cet achat donne lieu à un transfert de propriété.

Cet amendement vient d'être supprimé par le Sénat. En préalable de cette suppression, a été communiqué aux Sénateurs un argumentaire en faveur du maintien d'une taxation des transactions intra-journalières ayant pour objet de démontrer que les arguments mis en avant à l'encontre de l'amendement voté par les députés étaient « *totalemment inexacts* ».

Les contre-arguments développés à cet effet sont toutefois erronés, quand ils ne sont pas employés de mauvaise foi. Aussi, cette note a-t-elle pour objet de préciser, sur la base d'éléments objectifs, déjà rappelés plusieurs fois sans jamais être sérieusement contredits, les « vrais » arguments à prendre en considération.

1. *Il est allégué qu'il serait FAUX qu'en supprimant la mention « que son acquisition donne lieu à un transfert de propriété », les parlementaires supprimeraient, par erreur technique, le fait générateur de la TTF française.*

Cet argument est VRAI et FAUX.

Il est VRAI parce que rien n'interdit au législateur français de choisir un autre fait générateur de la TTF que le transfert de propriété. L'AMAFI n'a jamais contesté que la réalisation d'une transaction (y compris ne donnant pas lieu à transfert de propriété) puisse être taxée au regard du droit français.

Mais cet argument est FAUX, car le terrain sur lequel il place le débat est inadéquat. La question n'est pas de savoir quel fait générateur de la TTF peut être utilisé, mais quel fait générateur sera opposable à des parties réalisant une transaction sans autre point de rattachement à la France que la nationalité de l'entreprise dont les titres sont traités ?

Quand ces parties sont étrangères et que la transaction est soumise à un droit étranger, il n'existe de point de rattachement au droit français que si cette transaction donne lieu à un transfert de propriété. Car, s'agissant de titres émis par une entreprise française, c'est le droit français qui détermine alors les conditions de ce transfert, ainsi que les droits et obligations qui en résultent pour les parties concernées (*Comofi, art. L. 211-17 ; RG AMF, art. 570-1 et s.*), notamment vis-à-vis de l'émetteur. Sans reconnaissance par le droit français d'un transfert de propriété, le titulaire du titre n'est pas un actionnaire et ne peut exercer à l'encontre de l'entreprise émettrice, son droit de vote ou percevoir les dividendes et les droits détachés (comme le droit d'attribution et le droit de souscription).

C'est cette intervention du droit national qui légitime la capacité de la France à taxer les transactions donnant lieu à un transfert de propriété.

Pour raisonner par analogie, imagine-t-on par exemple que la France puisse légitimement taxer la vente de voitures d'occasion réalisée hors de son territoire entre des étrangers (particuliers et/ou revendeurs) au seul motif que ces voitures sont de marque française, car produites par un constructeur français ... ?

Abandonner le transfert de propriété comme fait générateur emporte surtout un risque de transfert de liquidité en dehors de la Bourse de Paris (Euronext Paris). Réaliser la transaction sur un marché établi en France et placé sous la tutelle des autorités françaises (AMF et ACPR) crée en effet un point de rattachement avec la France de nature à légitimer la taxation.

Les opérateurs étrangers réalisant des transactions intra-journalières, qui ne voudraient pas être soumis à la TTF, pourraient alors choisir d'y échapper en réalisant leurs opérations sur un autre marché que la Bourse de Paris.

La menace doit d'autant plus être prise au sérieux que près de 70 % du volume des transactions réalisé sur Euronext Paris est généré par des opérateurs intervenants depuis l'étranger (68,76 % en provenance de UK based intermediaries en 2013 selon les statistiques fournies par Euronext), et que concernant les opérations (hors OTC) réalisées sur des actions françaises 40 % du volume est aujourd'hui réalisé en dehors d'Euronext Paris sur des plateformes situées à l'étranger (v. à cet égard, [http://www.batstrading.co.uk/market\\_data/venue/index/CAC](http://www.batstrading.co.uk/market_data/venue/index/CAC)).

Il faut alors prendre également en considération qu'en considération de la directive MIF (et dans un proche avenir, du dispositif MIF 2 qui va la remplacer) la notion de « *marché le plus pertinent* » joue, pour un titre donné, un rôle décisif pour la détermination de l'autorité compétente (Règlt (CE) n° 1287/2006, art. 22).

2. Il est allégué qu'il serait FAUX que la TTF britannique (Stamp duty tax reserve – SDTR) ne s'applique pas aux transactions intra-journalières.

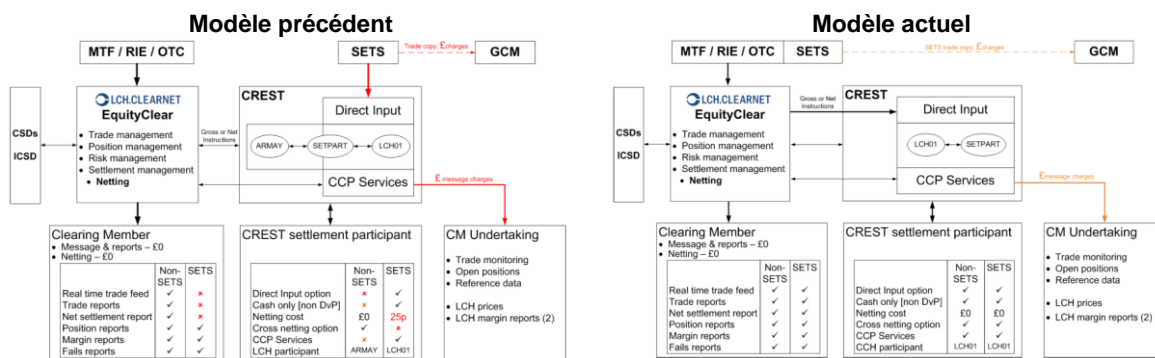
Cet argument est **VRAI**. L'AMAFI n'a jamais prétendu qu'il en serait autrement.

3. Il est allégué qu'il serait VRAI que la France pourrait dès lors s'inspirer du modèle britannique.

Cet argument est **FAUX** car ignorant au moins deux éléments de contexte.

a. 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*.

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 mouvoir 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.

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 / 15-07, 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 / 15-07 précitée, n° 111*).

Dans ce cadre, il ne peut être envisagé de confier à Euroclear une mission similaire à celle de CREST sans une analyse d'impact approfondi au regard des évolutions nécessitées dans les systèmes de place et les systèmes internes de leurs participants.

**b.** Alors qu'au travers de la taxation des transactions intra-journalière l'ambition est de taxer un certain type de transactions, notamment celles réalisées par des opérateurs effectuant du Trading haute fréquence (THF), il est nécessaire de considérer que la plupart de ces opérations ne sont en tout état de cause pas appréhendées par la SDRT.

Les entités qui les réalisent, 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*) ce qui leur permet de bénéficier d'une exonération générale de SDRT, sans laquelle d'ailleurs ces opérations n'auraient plus d'intérêt économique.

Cette situation est fondamentalement différente de celle de la France, qui a fait le choix d'une TTF articulée autour d'exonérations bien délimitées (*v. AMAFI / 15-07 précitée, n° 22 et s.*).

4. *Il est allégué qu'il serait FAUX que, sans nos partenaires européens, nous ne pourrions prendre l'initiative.*

Cet argument est **VRAI** et **FAUX**.

Cet argument est **VRAI** parce que la France a déjà mis en place, seule, une TTF sur les actions, sur le THF et les CDS à nu. Le Royaume-Uni et l'Italie disposent également de forme de TTF nationale.

Mais cet argument est également **FAUX** car, encore une fois, il place le débat sur un terrain inapproprié.

Comme l'AMAFI l'a toujours souligné, plus le champ des pays participants est réduit, plus les effets en termes de délocalisation des opérations et des acteurs qui les mènent doivent être absolument prévenus.

C'est d'ailleurs le succès de la TTF française actuelle dont plus de 60 % du montant est acquitté par des intermédiaires établis à l'étranger, preuve que sa légitimité n'est pas discutée.

Avec la taxation des opérations intra-journalières, et comme cela a déjà été souligné (*v. supra § 1*), l'enjeu est avant tout celui de la capacité d'Euronext Paris à maintenir son statut de marché directeur des actions d'entreprises françaises ...

Dans le projet de TTF européenne, le plus inquiétant est que Londres, premier centre financier mondial, ne soit pas l'un des Etats membres participant à la coopération renforcée.

5. *Il est allégué qu'il serait FAUX qu'une taxe nationale entraînera la fuite des capitaux vers des places financières comme la City de Londres.*

Cet argument est **FAUX** dès lors que la taxation des opérations réalisée à l'étranger ne repose sur aucun fondement légitime.

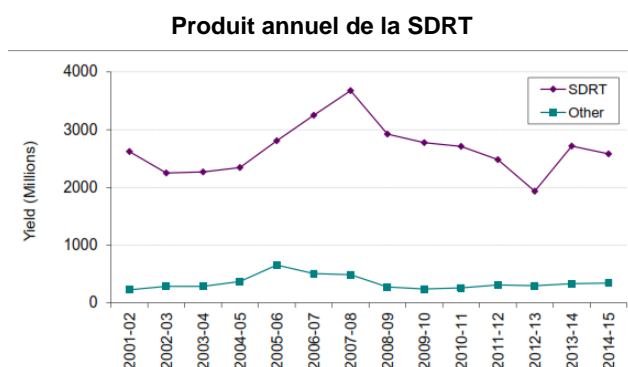
La même analyse (*v. supra 1*) que pour la taxation des transactions intra-journalières sur actions peut s'appliquer à la taxation des contrats dérivés, envisagée dans la TTF européenne.

Sur quelles bases fonder la taxation d'un contrat (de nature commerciale), conclu à l'étranger entre des non-résidents ... ? Imagine-ton d'ailleurs que les pays concernés qui, pour ne pas nuire à leur économie, ont fait le choix de ne pas taxer ces opérations pourraient accepter un tel effet extraterritorial ... ?

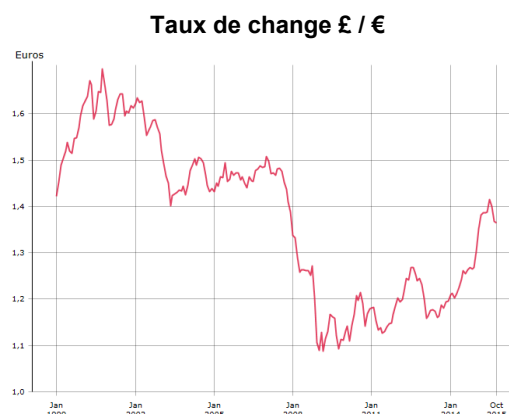
Comme le met en évidence une étude récente de l'AMAFI ([AMAFI / 15-53](#)), l'assujettissement de ces opérations sur dérivés n'aurait de conséquence concrète que pour les établissements financiers établis dans la zone de coopération renforcée, induisant à leur détriment, des surcoûts 6 à 8 fois supérieurs à ceux supportés par leurs compétiteurs, et les mettant hors-jeu de ce fait.

6. *Il est allégué qu'il serait VRAI que la SDRT rapporterait annuellement entre 4 et 6 Mds€ au Royaume-Uni.*

Cet argument est **FAUX** au regard de la réalité comptable.



Source [HMRC](#)



Source [INSEE](#)

Le produit de la SDRT n'a en fait été supérieur à 3 Mds £ que sur deux exercices (2006-2007 et 2007-2008), pour être relativement stable autour de 2,5 Mds £ en moyenne, alors que le taux de change livre contre euro se situe en moyenne à 1,4 euro pour 1 livre. Pour 2014-2015, le montant collecté a été de 2,581 Mds £, soit 3,322 Mds€ au cours de change du 31 décembre 2014.

La réalité est donc celle d'un produit annuel moyen autour de 3,5 Mds £.

Mais surtout cet argument est **BIAISÉ** en laissant croire que le différentiel de rendement serait la conséquence d'une taxe française moins ambitieuse. Ce différentiel tient d'abord à la réalité de l'écosystème britannique qui, par rapport à la France, compte, en bien plus grand nombre, deux types d'acheteurs naturels d'actions taxables : les particuliers et les fonds de pension.

- Selon une étude l'ISIEG réalisée en partenariat avec Air Liquide en décembre 2014 (v. étude ISIEG – Air Liquide) : « *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 Etats 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).

La France dispose donc de moins d'actionnaires individuels que le Royaume-Uni, et le montant moyen investi par chacun est moins élevé.

V. également : <http://www.plus.airliquide.com/ouverture/actionnariat-individuel-europe.html>

- Les fonds de pensions britanniques détiennent 1 600 milliards de livres d'actifs dont 46 % sont représentés par des actions (v. Asset management in the UK 2013-2014 – The IMA annual survey).

En France, il existe deux grands fonds de pension propres aux fonctionnaires : la Préfon qui gère 13,7 milliards d'euros, dont 15 % est investi en actions ; l'ERAFP qui gère 17,5 milliards d'euros dont 24 % en actions. Les « fonds de pension à la française » (type PERCO, article 39, 82 ou 83) gèrent ensemble 130 milliards d'euro, et le Ministre de l'Economie vient de souligner tout récemment la nécessité d'orienter leurs placements vers les fonds propres des entreprises. Les Caisses de retraite AGIRC-ARCCO disposent d'environ 30 milliards d'euros de réserves ...

Cette différence immense entre la France et le Royaume-Uni se trouve accentuée encore par le désengagement constaté des compagnies d'assurance françaises de l'investissement en actions en prévision du nouveau régime prudentiel organisé par Solvabilité 2.

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.