

LA TAXE SUR LES TRANSACTIONS FINANCIÈRES DANS L'UNION EUROPÉENNE : UN POINT DE VUE SCEPTIQUE

YVONNE HANSMANN*
CALEB WRIGHT*

L'élaboration d'une proposition de taxe européenne sur les transactions financières (TTF) a nécessité beaucoup de temps. Le 28 septembre 2011, la Commission européenne a commencé par présenter une proposition initiale visant à la mise en œuvre d'une TTF harmonisée à l'échelle de l'Union européenne (UE) qui couvrirait un grand nombre de transactions financières. Les objectifs de cette proposition de départ étaient les suivants :

- « harmoniser les législations relatives à l'imposition indirecte des transactions financières » ;
- « faire en sorte que les établissements financiers contribuent de manière équitable et substantielle à la couverture du coût de la récente crise et créer une égalité de traitement fiscal par rapport aux autres secteurs » ;
- « mettre en place les mesures appropriées pour décourager les transactions qui n'améliorent pas l'efficacité des marchés financiers ».

Néanmoins, les vingt-sept ministres des finances européens n'ont pas réussi à s'accorder sur cette proposition initiale, beaucoup de pays s'y étant vigoureusement opposés lors du vote de mai 2012. Lorsqu'il est devenu évident que l'UE n'apporterait pas un soutien unanime à la TTF, les onze États membres dont les gouvernements étaient favorables à la mise en place d'une forme d'imposition sur les transactions ont décidé d'agir dans le cadre de la procédure européenne de « coopération renforcée », au moyen de laquelle plusieurs États membres peuvent se mettre d'accord entre eux sur un ensemble de propositions sans que celles-ci aient un caractère obligatoire dans toute l'UE. Plus tard, le 22 janvier 2013, ces pays ont reçu l'autorisation de procéder de la sorte. Il s'agit de l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, l'Espagne, l'Estonie, la France, la Grèce, l'Italie, le Portugal, la Slovaquie et la Slovaquie.

* Bank of America Merrill Lynch.

Selon le principe de coopération renforcée, tous les États membres peuvent débattre d'un ensemble de propositions, mais seuls ceux faisant partie de la procédure ont un droit de vote les concernant. Il convient de noter que chacun des onze pays dispose du même poids de vote au cours des délibérations. Cela reste néanmoins un procédé inhabituel. Seuls deux exemples de ce type ont été recensés préalablement à la TTF, l'un couvrant la loi sur le divorce, l'autre les brevets européens. En outre, cette procédure a fait l'objet de nombreuses critiques. Ainsi, le Royaume-Uni a déposé une requête (infructueuse) auprès de la Cour de justice de l'UE (Cas C-209/13 UK contre le Conseil), dans laquelle il remettait en question le bien-fondé de la décision d'autoriser le lancement d'une coopération renforcée en vue d'introduire la TTF au sein des onze pays. La Cour a conclu que la requête était prématurée, la TTF n'ayant à l'époque pas encore été introduite au sein de ces onze pays ; elle a par ailleurs refusé de statuer sur les questions de fond. Néanmoins, le recours à la coopération renforcée restera certainement contesté étant donné la disposition du traité selon laquelle cette procédure ne peut être utilisée afin d'autoriser une législation qui affectera les intérêts des États membres n'y participant pas. En effet, les effets extraterritoriaux sont difficiles à éviter dans le cadre de la proposition de TTF et ils pourraient même être considérés comme étant intrinsèques, comme l'a signalé le service juridique du Conseil européen, préalablement au jugement rendu par la Cour de justice de l'UE.

De façon prévisible, le Royaume-Uni, les Pays-Bas, le Danemark, la Suède (qui avaient mis en place une TTF entre 1984 et 1991) ainsi que les deux pays où sont domiciliés le plus de fonds transfrontaliers, l'Irlande et le Luxembourg, sont absents de cette procédure de coopération renforcée pour la TTF.

LES CONTOURS DE LA TTF

Sous sa forme actuelle, la proposition de TTF formulée par les onze États est encore sujette à débat et à négociation au sein du Conseil européen des ministres et subira très certainement des modifications significatives avant de pouvoir être adoptée. L'un des principaux problèmes avec cette taxe est qu'il est extrêmement difficile de savoir précisément ce qui est proposé. En dépit de l'« engagement politique » pris par les membres des onze pays et présenté lors de la réunion du Conseil Ecofin du 6 mai 2014, le principal document détaillé disponible au public est celui de la Commission européenne, publié en février 2013. Des amendements ont été proposés par la Commission ECON du Parlement européen, mais, dans l'ensemble, ceux-ci laissent de nombreuses questions sans réponse, notamment parce qu'en termes d'imposition, le Parlement européen n'a qu'un rôle consultatif, sans pouvoir de décision formelle, et que la décision reviendra en définitive au Conseil européen. En se basant sur les documents disponibles,

on ne peut qu'avancer des hypothèses sur la forme finale que prendra la TTF ; nous présentons néanmoins ci-dessous les classes d'actifs qui pourraient être concernées, les taux qui pourraient être appliqués ainsi que les participants à une transaction susceptibles d'être assujettis à la taxe.

Classes d'actifs. Le champ d'application initial de la taxe proposée en 2013 était vaste. Ainsi, étaient potentiellement concernés l'ensemble des actions et des titres à revenus fixes, les instruments monétaires et les produits dérivés, ainsi que tous les dérivés de change, les dérivés sur produits de base, etc. Les *repos* et les billets de trésorerie étaient également visés. En revanche, les opérations de change au comptant et les opérations sur matières premières ne l'étaient pas. Les conclusions de la réunion Ecofin de mai 2014, abordées ci-dessous, laissent entendre que le champ d'application de la taxe sera réduit, au moins au départ, aux actions et à « certains » dérivés.

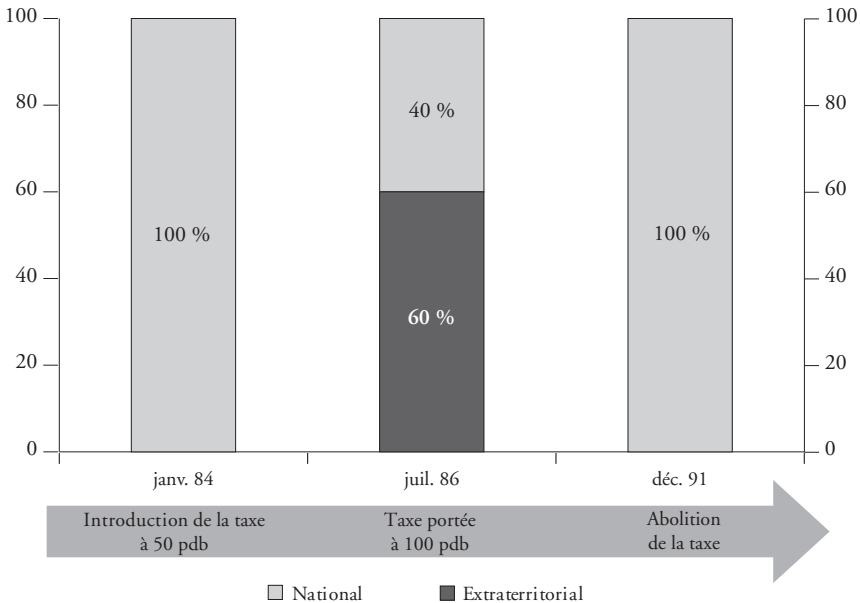
Taux. La proposition initiale de l'année dernière recommandait un taux minimum théorique – les pays étant libres d'opter pour un taux plus élevé s'ils le désiraient – de 10 points de base (pdb) pour les instruments monétaires et de 1 pdb pour les dérivés. Ce taux serait exigible sur toutes les transactions à la fois auprès de l'acheteur et du vendeur, à quelques rares exceptions près (en lien, par exemple, avec les émissions primaires ou bien avec les contreparties centrales et les dépositaires centraux de titres). Ces taux peuvent sembler plutôt faibles si l'on considère les niveaux de taxes sur les transferts d'actions actuellement appliqués. Pourtant, étant donné que la TTF, sous sa forme actuelle, s'applique aux achats et aux ventes et comporte des exemptions limitées, le taux de taxation officiel risque d'être bien plus élevé. Ainsi, sur certains marchés, la TTF pourrait avoir un impact très négatif sur la liquidité et l'efficacité de marché. Selon les propos de la Commission européenne, « cette taxe vise les transactions brutes avant toute compensation »¹. Par opposition, les TTF déjà existantes – à l'image des taxes française et italienne – s'appliquent sur une base nette et comportent des exemptions relatives aux activités de tenue de marché et aux intermédiaires. Il convient de souligner que les taxes existantes sur les transferts d'actions ne s'appliquent qu'aux achats tandis que, comme cela a été mentionné *supra*, la TTF est actuellement conçue pour s'appliquer à la fois aux achats et aux ventes. Ces caractéristiques propres à la TTF entraînent des « effets en cascade », une transaction unique générant de nombreuses occurrences de la TTF.

Qui va supporter la taxe ? La réponse à cette question n'est pas tout à fait évidente. Les propositions d'origine comportent deux aspects. Le premier concerne le « principe de la résidence ». Ainsi, si l'un des participants à une transaction fait partie des onze pays, alors cette transaction sera taxée. Prenons l'exemple d'une banque américaine qui vendrait un produit dérivé sur une plate-forme de négociation française à une autorité régionale allemande : la transaction pourrait être concernée. Deux taxes au moins seraient alors exigibles, l'une en lien avec la partie allemande, l'autre en lien avec la banque d'investissement américaine ; le cas échéant, d'autres intermédiaires pourraient eux aussi être assujettis à la taxe.

Il semble donc qu'une réponse évidente serait pour les multinationales d'éviter toute transaction dans les pays touchés par la TTF.

Par le passé, certaines taxes sur les transactions ont déjà pâti de ce problème. Ainsi, l'expérience suédoise montre à quel point l'incitation à effectuer des échanges extraterritoriaux peut être forte. En janvier 1984, la Suède a introduit une taxe portant sur une large gamme de transactions ; au départ, cette taxe était de 50 pdb, avant d'être portée à 100 pdb en juillet 1986. À ce stade, 60 % des transactions avaient lieu à l'étranger (cf. graphique 1). Le gouvernement suédois a finalement aboli la taxe en décembre 1991, échaudé par l'ampleur des fuites à l'étranger et son faible rendement. Par exemple, la taxe sur les titres à revenus fixes ne rapportait que 50 millions de SEK par an, contre les 1 500 millions de SEK escomptés². Au total, seulement 3 % des revenus escomptés furent générés, avec les volumes d'échanges des *futures* (contrats à terme normalisés) qui se sont effondrés de près de 98 % et ceux des obligations de près de 85 %.

Graphique 1
% du volume des échanges suédois en fonction du lieu
(actions les plus liquides)



Sources : Commission européenne (2011), « Impact Assessment », *Staff Working Paper* ; analyse de la BofAML.

Le deuxième aspect a trait au lieu d'émission. En réponse à la menace d'une délocalisation des transactions, la Commission européenne a proposé un critère supplémentaire d'assujettissement à la TTF : le « principe du lieu d'émission ». Selon ce principe, la TTF serait due pour chaque transaction basée sur un instrument financier émis dans l'un des pays de la zone TTF, et ce, quel que

soit le lieu d'échange. Ainsi, le principe du lieu d'émission est censé toucher une transaction en actions d'une banque allemande entre un fonds de pension britannique et un fonds de pension néerlandais, par exemple.

Le principe du lieu d'émission reflète la façon dont fonctionnent déjà les taxes existantes sur les transactions en actions. Par exemple, le droit de timbre du Royaume-Uni (*UK stamp duty reserve tax* – SDRT) taxe les transactions en actions d'entreprises britanniques (ou là où il existe un registre des actions britanniques). Étant donné l'infrastructure centralisée du marché, il est aisé de contrôler les transactions en actions. Néanmoins, de nombreux marchés ne fonctionnent pas de cette façon et il n'y a que peu d'exemples en dehors des actions et des dérivés listés.

ÉVOLUTION RÉCENTE

Depuis que la Commission européenne a formulé sa proposition en 2013, de nombreux communiqués de presse ont abordé les négociations menées entre les onze pays au sujet de la forme que prendrait la TTF ; ils se sont accompagnés de mises à jour sur le site Internet de la Commission européenne et de la rédaction occasionnelle d'amendements à la proposition d'origine. Les dernières données dont nous disposons sont celles qui ont été publiées à la suite de la réunion Ecofin du 6 mai 2014, au cours de laquelle les onze pays ont présenté un document d'« engagement politique » basé sur quatre points :

- la TTF devra être progressivement mise en œuvre, en commençant par les actions et « certains » dérivés ;
- une « solution viable » concernant la conception de la TTF devra être trouvée avant la fin de l'année ;
- la première étape de la TTF harmonisée devra être mise en œuvre au plus tard le 1^{er} janvier 2016 ;
- les États membres individuels désirant élargir le champ d'application de la taxe en termes de produits couverts – afin de ne pas modifier la portée plus ambitieuse des TTF nationales existantes – devront être autorisés à le faire.

La chronologie de la mise en œuvre a beau être plus limpide, il semble évident que cet « engagement politique » ne représente que le plus petit dénominateur commun sur lequel les États membres participants pourraient s'accorder, ce qui explique, par exemple, pourquoi seuls « certains » dérivés seront au départ impossibles. Avec la présidence grecque de l'Union européenne qui s'est achevée à la fin de juin 2014, des discussions essentielles sont susceptibles d'être menées sous la présidence italienne qui a démarré en juillet et courra jusqu'à la fin de 2014. La présidence italienne doit encore se prononcer sur l'organisation spécifique des réunions du groupe de travail du Conseil (CWG – *Council Working Group*), qui ont débuté dès juillet 2014.

LES EXEMPLES FRANÇAIS ET ITALIEN

Étant donné qu'il est prévu de procéder à une mise en œuvre graduelle de la TTF, en commençant par les actions et « certains » dérivés qui restent encore à définir, il est intéressant de passer en revue les expériences récentes de la France et de l'Italie, lesquelles ont toutes deux introduit des TTF centrées sur les actions au cours des deux dernières années. Il convient de noter que la TTF italienne (TTFI) couvre également certains dérivés actions. Dans le cas de la TTF française (TTFF) comme dans celui de la TTFI, les données compilées par la Bank of America Merrill Lynch (BofAML) laissent entendre que les TTF ont eu un impact négatif sur les volumes observés : une analyse du volume moyen des transactions sur une période de trois mois immédiatement avant et après l'introduction des TTF montre une baisse continue des volumes, même si l'impact en Italie a été plus prononcé. La part de marché de la France dans les actions paneuropéennes a chuté de 17,2 % (mai-juin) à 16,3 % (août-octobre), ce qui correspond à une diminution de 5,2 % ; l'Italie, quant à elle, a vu sa part de marché paneuropéenne chuter de 9,3 % à 8,2 % pour la période équivalente (pré et postintroduction de la TTFI), ce qui correspond à une diminution de 12,4 %. Il semblerait que les investisseurs aient réduit leurs activités en France et en Italie au moment de l'introduction de la TTFF et de la TTFI (respectivement) – soit en raison d'une incertitude initiale, soit en raison de coûts frictionnels plus élevés – et l'impact plus prononcé en Italie pourrait être lié à la définition plus étroite par certains aspects de l'exemption de tenue de marché que celle utilisée pour la TTFF (celle-ci a en effet été interprétée comme ne s'appliquant pas à la couverture des risques émanant des dérivés OTC – *over-the-counter*). Bien entendu, des questions macroéconomiques auront elles aussi influencé les comportements, les élections italiennes ayant eu lieu les 24 et 25 février 2013, seulement quelques jours avant l'introduction de la TTFI, le 1^{er} mars.

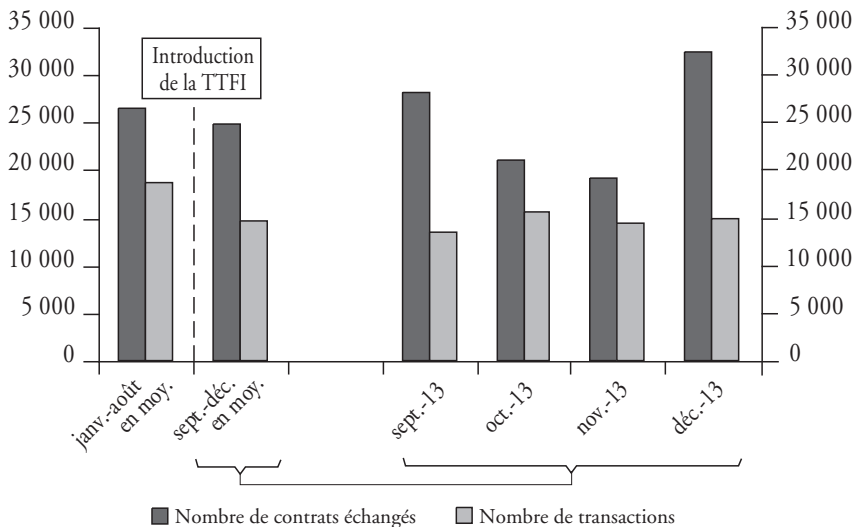
En même temps, une analyse microstructure des *spreads* et de la volatilité, lesquels ont tendance à être très sensibles à l'activité des teneurs de marché, suggère que ces derniers ont été en mesure de préserver la compétitivité des *spreads* et de maintenir la liquidité : même si les *spreads* sur le CAC 40 ont connu une légère baisse consécutive à l'introduction de la TTFF, cette diminution était pour l'essentiel conforme aux tendances européennes plus globales de l'époque ; en Italie, les *spreads* et la volatilité *intraday* sont, dans l'ensemble, restés stables avant et après l'introduction de la TTFI. De tels résultats ont sans doute été obtenus grâce aux exemptions relatives aux activités de tenue de marché et aux intermédiaires, ainsi qu'à la possibilité de compenser, qui figurent dans les projets de TTFF et de TTFI ; néanmoins, il convient de souligner que ces caractéristiques n'ont pas été incluses dans la proposition de TTF élaborée en 2013 par la Commission européenne. Sans ces caractéristiques de conception en France et en Italie, l'impact sur la liquidité aurait été très certainement beaucoup plus sévère et aurait eu un caractère permanent.

Impact sur les dérivés : le cas italien

La TTFI concerne également les dérivés – par exemple, les *swaps*, les options, les contrats à terme de gré à gré (*forwards*) ou normalisés (*futures*) – qui possèdent comme principal sous-jacent (ou dont la valeur est principalement liée à) un titre entrant dans le champ d'application de la TTFI, et ce, indépendamment de la façon dont ils sont réglés (physiquement ou en espèces). La TTFI pour les dérivés s'applique à un taux fixe qui est déterminé par le type de dérivés échangés et par le principal notionnel (à hauteur de 200 euros maximum pour les transactions éligibles de *swaps* excédant 1 M€, par exemple).

Puisque les onze États doivent s'accorder sur la nature des dérivés qui entreront dans le champ d'application de la taxe, ce qui s'est passé jusqu'ici sur le marché italien des dérivés actions est fondamental. Sur le graphique 2, on voit que le nombre de contrats échangés (en gris foncé, partie de gauche) a diminué de 6 % en moyenne consécutivement à l'introduction de la TTFI sur les dérivés le 1^{er} septembre 2013. Néanmoins, les données mensuelles montrent que cette tendance est quelque peu instable. Il est intéressant de noter que la diminution de 22 % du nombre d'échanges (en gris clair, données mensuelles, partie de droite) est de plus en plus stable au fil des mois, ce qui laisse entendre que les opérateurs pourraient avoir adapté leur comportement à la lumière de la hausse des coûts frictionnels liés aux transactions et de la nature échelonnée de la charge de la TTF.

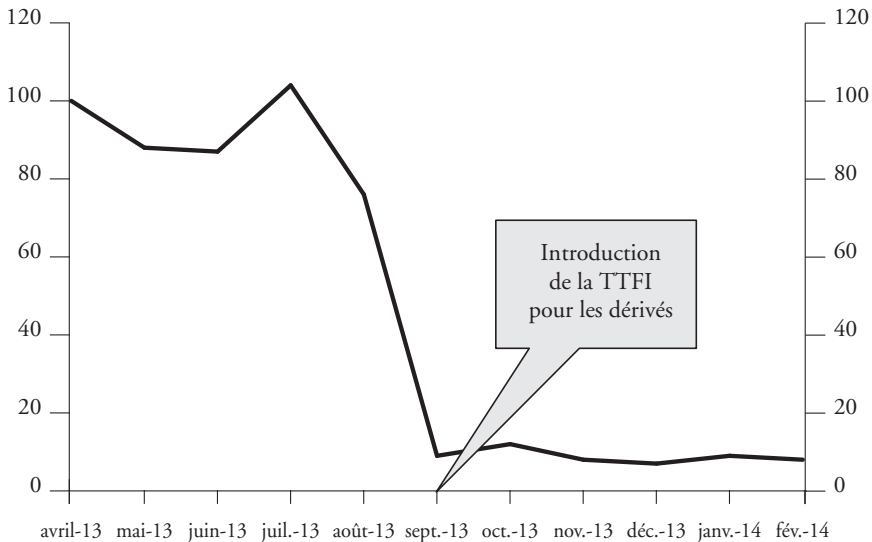
Graphique 2
Bourse italienne – Transactions sur dérivés
(Données moyennes journalières pour 2013,
contrats à terme normalisés – futures – MIB)



Sources : Bourse italienne ; analyse de la BofAML.

Ces données, librement accessibles sur le site Internet de la Bourse italienne, ne reflètent qu'une partie de la situation : en effet, elles ne tiennent pas compte du marché de gré à gré (OTC) pour lequel les données disponibles sont plus rares. Et cela a son importance, puisque le déclin des opérations sur les marchés organisés a vraisemblablement été amorti par la substitution des dérivés OTC par des dérivés cotés. En effet, la structure de la taxe favorise les exécutions sur les marchés boursiers par rapport aux opérations de gré à gré, en proposant une réduction de 80 % du taux imposable pour les premières, réduction éventuellement couplée aux exemptions pour les activités de tenue de marché disponibles pour les produits négociés uniquement en Bourse. C'est ce que l'on constate sur des données partielles en matière d'échanges OTC pour les transactions entraînant la TTFI pour les dérivés, présentées au graphique 3 sur une base indexée. Par conséquent, les déclinés limités observés dans le volume des échanges en Bourse ne reflètent qu'une partie de la situation d'ensemble, la « véritable » baisse globale des activités comparables étant sans doute plus bien plus importante.

Graphique 3
Transactions sur *swaps* OTC éligibles à la TTFI de la BofAML (indexées)
 (en %)



Source : analyse de la BofAML.

Cela est préoccupant car les dérivés OTC sont utilisés par les émetteurs comme par les investisseurs à diverses fins. La flexibilité et la personnalisation des solutions OTC permettant aux investisseurs de répondre à des exigences plus spécifiques en matière d'investissements et/ou de couvertures ne pouvant pas être aussi bien (voire pas du tout) satisfaites par des contrats standards négociés en Bourse. Parmi les exemples figurent la couverture des programmes d'options d'achats

d'actions destinés aux employés, la gestion du risque pour les produits d'investissement de détail avec des mesures de protection du capital, la diminution du risque lié aux initiatives stratégiques, telles que les fusions, les acquisitions, les augmentations de capital, la couverture ou même la monétisation de portefeuilles d'actions existants – le dénominateur commun étant un degré élevé de personnalisation mal adapté aux contrats négociés en Bourse.

Venant s'ajouter à d'autres textes couvrant spécifiquement la réforme réglementaire pour les dérivés OTC, tels EMIR (*European Market Infrastructure Regulation*) et MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive*) réexaminée, il semble préoccupant que la TTF modèle de la sorte les marchés des dérivés OTC, sans même mentionner les coûts frictionnels supplémentaires introduits en premier lieu sur le marché par la taxation des dérivés (listés et/ou OTC).

QUEL SERAIT L'IMPACT DE LA TTF ?

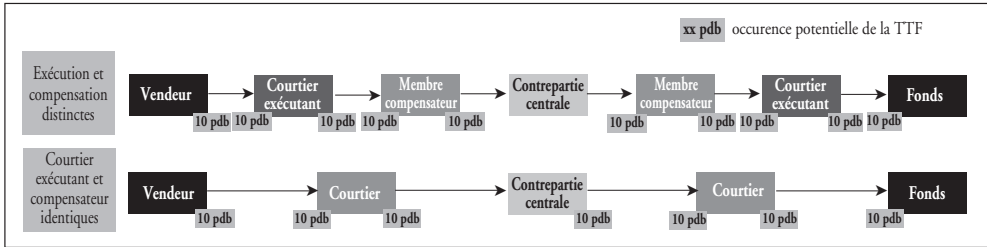
Puisque la vaste question du champ d'application définitif de la taxe est encore soumise à débat à la suite de la déclaration faite le 6 mai 2014 par les onze États, il est intéressant de se pencher sur les éventuelles conséquences de la proposition détaillée d'origine formulée en 2013 par la Commission européenne. Celle-ci semble poser quatre problèmes majeurs :

- (1) l'absence d'exemptions significatives pour les intermédiaires et/ou les activités de tenue de marché dans la TTF signifie que celle-ci aura sans doute un impact bien plus sévère que celui qui semble évident dans l'immédiat ;
- (2) le champ d'application de la TTF est bien plus large que celui des TTF existantes, aussi la collecte sera-t-elle plus complexe ; en outre, il est difficile d'évaluer exactement quel en sera l'impact ;
- (3) la TTF va à l'encontre d'autres objectifs réglementaires et politiques ;
- (4) l'impact sur la liquidité est difficile à évaluer à ce stade dès lors que ce sera la première fois qu'une TTF sera mise en œuvre à aussi grande échelle.

L'absence d'exemptions significatives pour les intermédiaires ou les activités de tenue de marché est probablement l'un des aspects les plus problématiques de la proposition de TTF européenne. Il existe une forme d'allègement pour les intermédiaires financiers qui n'agissent qu'en qualité d'intermédiaires. De plus, la Commission ECON du Parlement européen a également proposé une exemption limitée pour les activités de tenue de marché – mais ces mesures s'arrêtent bien avant les exemptions pour les intermédiaires et/ou les activités de tenue de marché et les possibilités de compensation que l'on trouve dans les TTF existantes centrées sur les actions (comme en France et en Italie), qui voient généralement les taxes ne s'appliquer qu'une seule fois par transaction effectuée. La TTF européenne, telle que proposée en 2013, s'appliquerait sans doute plusieurs fois à une même transaction.

Dans le schéma ci-dessous, nous présentons deux manières d'effectuer un échange basique d'actions. Cela pourrait représenter une institution vendeuse et une autre acheteuse.

Schéma Impact potentiel – Exemples des actions



pdb : points de base.

Source : recherche de la BofAML.

La partie supérieure du schéma montre que si les investisseurs veulent pouvoir choisir de recourir à un courtier différent du membre compensateur (dont la mission consiste à faire transiter l'échange par l'organisme compensateur – les investisseurs institutionnels ne sont en général pas en mesure d'effectuer eux-mêmes la compensation), conformément à la proposition de 2013, il pourrait y avoir une TTF de 100 pdb cumulée tout au long de la « chaîne » de la transaction, ce qui représente, par exemple, cinq fois la TTF existante, laquelle équivaut généralement à une seule taxe de 20 pdb pour l'acheteur final de certaines actions ou de certains produits assimilables à des actions. La partie inférieure du schéma montre comment s'appliquerait la TTF si les investisseurs décidaient de recourir à une même entité qui jouerait à la fois le rôle de courtier et celui de membre compensateur. Dans ce cas, la TTF serait trois fois supérieure à la TTF. Ce schéma montre également à quel point il serait difficile de lever la taxe. Une même transaction pourrait être assujettie à une TTF allant de 60 pdb à 100 pdb en fonction de la manière exacte dont elle serait effectuée. En réalité, le poids de la TTF sera probablement plus élevé que ce que nous avons montré. Très peu d'échanges se font avec deux parties convenant d'acheter et de vendre des quantités similaires d'actions. Bien souvent, un teneur de marché sera également impliqué dans la transaction et cela résultera en une TTF exigible encore plus élevée.

Tout cela souligne la nature cumulative, « en cascade », de la TTF. Ses concepteurs prétendent que cette caractéristique suggère que les transactions intermédiaires sont trop nombreuses sur les marchés financiers. Néanmoins, nous pensons qu'il s'agit d'une erreur et d'une mauvaise compréhension de la nature des interactions sur les marchés financiers. Comme beaucoup d'autres marchés, les marchés financiers ont tendance à nécessiter un grossiste pour

faciliter les transactions. Sans cette fonction, la capacité des investisseurs à changer les expositions serait fortement compromise. Les écarts entre les prix d'achat et les prix de vente augmenteraient certainement, reflétant une liquidité réduite. Il est bien établi que le coût des échanges augmente à mesure que la liquidité diminue.

En termes de champ d'application, les principaux exemples existants de TTF que nous avons vus se limitent aux actions et, dans le cas de la TTFI récente, à certains dérivés actions. Telle qu'elle a été rédigée en 2013, la proposition de TTF européenne couvre une très large gamme de produits, même si la déclaration de mai 2014 faite par les onze États met en avant une approche graduelle commençant par les actions et certains dérivés. En plus des actions, la proposition de 2013 inclut tous les titres à revenus fixes, allant du très court terme au long terme sur le marché des obligations. Elle comporte également tous les dérivés, dont les *swaps* que beaucoup d'entreprises utilisent pour couvrir les risques. Cela pose deux problèmes principaux. Premièrement, la collecte de la TTF s'avérera très difficile. Il n'existe tout simplement pas de places de marché centralisées avec le type de structures dont sont dotés les marchés des actions. Même pour les actions, les données utilisées pour récolter les taxes actuelles (*grosso modo*, qui a acheté quoi) sont sans doute insuffisantes pour calculer l'assujettissement à la TTF. La TTF, au contraire d'autres taxes, est dépendante du parcours de la transaction. Elle nécessitera donc probablement de connaître le détail de tous les intermédiaires de la transaction, ce qui présente des difficultés évidentes. Deuxièmement, il existe de nombreuses données empiriques concernant les conséquences qu'aurait une taxe semblable aux taxes française et italienne actuelles – elle ferait sans doute diminuer les volumes de transactions en actions selon des pourcentages situés dans le bas de la fourchette à deux chiffres. Néanmoins, sans réels exemples sur lesquels s'appuyer, nous n'avons aucun moyen de savoir de façon certaine ce qui se passerait pour les marchés obligataires si la TTF venait à être imposée.

La TTF semble aller à l'encontre des autres initiatives réglementaires européennes actuelles. L'Europe achève tout juste une profonde révision de la législation sur les titres avec la révision de la MiFID (MiFID II et MiFIR – *Markets in Financial Instruments and Regulation*) et avec EMIR. La MiFID II et MiFIR sont explicitement favorables à la concurrence, tout en tentant de rendre les autres marchés plus similaires à celui des actions. Néanmoins, la TTF, en incitant les gens à limiter le recours à des intermédiaires afin de réduire le nombre d'occurrences de la taxe au cours d'une même transaction, encourage potentiellement le regroupement et restreint la concurrence. De plus, EMIR rend obligatoire la compensation centrale de certains dérivés. La TTF, en revanche, peut décourager la compensation (toutes choses égales par ailleurs), puisque cette étape tend à générer des transactions supplémentaires dans le « cycle de vie » des échanges. Enfin, l'Union européenne s'efforce de réduire la dépendance du secteur des entreprises aux prêts bancaires. Pourtant, la TTF pourrait rendre

plus onéreuse et donc plus difficile la levée de financements par le biais des marchés publics pour les entreprises européennes.

Étude de cas : impact de la TTF Les craintes du trésorier d'un grand groupe français

« J'ai trois préoccupations au sujet de la TTF : son impact sur l'approvisionnement en trésorerie, sur le financement et sur la gestion du risque.

Les grandes entreprises européennes ont généralement recours au marché des billets de trésorerie pour répondre à leurs besoins de trésorerie. C'est une solution pratique et peu onéreuse – par exemple, en ce moment, nous pouvons nous financer à 0,2 % par an. En général, nous émettons chaque mois 700 M€ à 800 M€ de billets de trésorerie à un mois. La TTF signerait la fin du marché des billets de trésorerie. Par quoi remplacerions-nous cette source de financement ? L'alternative évidente est le financement bancaire, mais, ici, la réglementation en matière de fonds propres des banques ne sert pas notre cause.

En ce qui concerne le financement, nous recourons beaucoup au marché des obligations publiques. Ainsi, notre dette brute supérieure à 10 Md€ est financée à 75 % par ce moyen. Le marché des obligations souffre déjà d'un manque de liquidité du marché secondaire. La TTF ne ferait qu'empirer la situation, puisqu'elle touche les activités de tenue de marché ainsi que les transactions sur le marché secondaire. Du point de vue d'un émetteur, le problème est qu'en l'absence d'un marché secondaire solide, c'est le marché primaire qui va souffrir, puisque les investisseurs exigeront une plus grande prime d'illiquidité. Les entreprises européennes supportent déjà le coût du capital supérieur à celui de leurs homologues américaines et ces propositions ne feront qu'accentuer encore un peu plus ces disparités.

Enfin, nous recourons au marché des dérivés de façon significative pour la gestion du risque. En ce moment, toutes les opérations de gestion du risque du groupe sont concentrées en un endroit. Si la TTF devait être introduite, nous serions obligés de fragmenter nos opérations en gérant les risques de la zone TTF au sein de la zone, les risques américains depuis les États-Unis, et ainsi de suite. Il faudrait également que nous tentions de nous financer localement, plutôt que de façon centrale, en convertissant les euros dans les devises dont nous avons besoin. Nous aurions la possibilité de le faire, puisque nous sommes une grande entreprise complexe, mais beaucoup de petites entreprises n'auraient pas cette flexibilité et pourraient être amenées à moins couvrir les risques. Nos activités dans la zone seraient également affectées. Nous couvrons notre change tous les matins en utilisant un éventail d'échéances, et notamment quelques instruments à très court terme.

Ces derniers deviendraient extrêmement onéreux dans le cadre de la TTF. Nous couvrons également traditionnellement nos expositions aux produits de base au moins une fois par mois. Il est important que nous soyons en mesure de couvrir avec précision, puisque nous souhaitons pouvoir tirer profit de la comptabilité de couverture, et la TTF met cela en danger. »

Enfin, en termes de liquidité, les expériences précédentes sur les marchés comme celui de la Suède et – plus récemment – ceux de la France et de l'Italie laissent entendre que cet aspect est très sensible à la conception précise de toute TTF, la possibilité pour les teneurs de marché et les intermédiaires de continuer à fournir de la liquidité de façon efficace au moyen des exemptions et de la compensation étant extrêmement importante (comme cela a été abordé *supra*). Cela demeure un sujet de préoccupation essentiel compte tenu de l'étendue limitée de ces caractéristiques dans les propositions actuelles de l'Union européenne.

CONCLUSION

De son point de vue, la Commission européenne considère que les coûts de la TTF seraient supportés par le secteur financier. Néanmoins, nous remarquons que la pratique de marché actuelle consiste pour les courtiers et les intermédiaires à faire porter les coûts de transaction (tels que le SDRT, la TTFI et la TTFE) sur l'investisseur final et nous ne voyons pas comment cela pourrait être différent avec la TTF, surtout compte tenu des écarts et des marges impliqués. C'est pourquoi des rapports tels que ceux publiés par Oliver Wyman et l'AFME (Association for Financial Markets in Europe) en novembre 2013 ont souligné l'impact important sur les utilisateurs finals. Et c'est aussi pourquoi nous n'avons pas vu un seul participant aux marchés financiers, qu'il s'agisse de courtiers, d'entreprises ou de gestionnaires d'actifs, prendre fait et cause pour la TTF. Le moment ne sera sans doute jamais le bon pour introduire une taxe comme celle-ci, mais si, comme cela semble être le cas, les membres des onze États décident d'aller dans le sens de la mise en œuvre de la TTF, il serait souhaitable que des modifications profondes soient apportées à la conception de la taxe afin de minimiser les perturbations causées aux marchés financiers, en prêtant attention, par exemple, à l'importance des exemptions liées aux activités de tenue de marché et aux intermédiaires, à l'importance de la compensation, ainsi qu'à la nature des produits concernés.

NOTES

1. « Proposition de directive du Conseil mettant en œuvre une coopération renforcée dans le domaine de la taxe sur les transactions financières », Commission européenne, 2013/045, 3.3.2.
2. Commission européenne (2011), « Impact Assessment », *Staff Working Paper*.