

CES

Centre d'Économie de la Sorbonne
UMR 8174

**La taxation des transactions financières :
Optimiser le dispositif français**

Gunther CAPELLE-BLANCARD

2024.JUIN



LA TAXATION DES TRANSACTIONS FINANCIERES : UNE ANALYSE DU DISPOSITIF FRANÇAIS[®]

Gunther Capelle-Blancard*

Centre d'Economie de la Sorbonne

Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne

Juin 2024

Résumé : Les débats sur la taxation des transactions financières (TTF) sont anciens et portent surtout sur ses effets sur les marchés et l'économie. En pratique, toutefois, la TTF est moins un outil réglementaire qu'un instrument fiscal. C'est sous cet angle que la TTF est étudiée dans cet article. Notre contribution vise en particulier à examiner deux questions généralement ignorées dans les travaux antérieurs : qui paie la TTF et comment ? Notre analyse porte principalement sur la TTF en vigueur en France (TTF-F).

En pratique, la TTF-F n'est pas une taxe sur les transactions, mais uniquement sur les transferts de propriété qui sont enregistrés à une fréquence quotidienne. Une très large part des transactions est exclue du dispositif, ce qui réduit considérablement l'assiette de la taxe. On estime que les transactions effectivement taxées ne représentent que 15% du total des transactions. L'incidence de la TTF pèse essentiellement sur les intermédiaires financiers, pour qui la baisse des échanges représente un manque à gagner, tandis que les particuliers supportent un faible coût. Par ailleurs, la moitié environ de la taxe est collectée auprès de contribuables étrangers. La TTF-F présente ainsi un fort caractère redistributif.

Le recouvrement de la TTF-F n'est pas opéré par l'administration publique, mais délégué à Euroclear France, société privée filiale d'un groupe international. Ceci a potentiellement des conséquences importantes sur la collecte et les contrôles. Nous proposons que le recouvrement soit plutôt confié directement à la direction générale des Finances publiques (DGFIP), avec l'appui de l'Autorité des marchés financiers (AMF) qui dispose des données nécessaires ; il y a de réelles synergies entre son activité de surveillance des transactions boursières et la collecte de la TTF-F. Cela suppose bien sûr que les moyens humains et financiers de l'AMF soient augmentés en conséquence. Changer le dispositif de collecte permettrait d'améliorer les contrôles, d'élargir l'assiette et d'augmenter significativement les recettes fiscales, tout en renforçant la transparence et l'équité.

Mots-clés : Taxe sur les transactions financières, taxe Tobin, financements innovants.

Codes JEL : G21, H25.

[®] L'auteur remercie Gautier Centlivre (Action Santé Mondiale) pour son rôle déterminant dans cette initiative. Ce travail a été réalisé avec le soutien financier d'Action Santé Mondiale qui a encouragé l'exploration de nouvelles approches concernant la taxe sur les transactions financières en particulier sur les insuffisances de transparence dans le processus de collecte.

* gunther.capelle-blancard@univ-paris1.fr

THE TAXATION OF FINANCIAL TRANSACTIONS: AN ANALYSIS OF THE FRENCH SYSTEM

Abstract: Debates on the taxation of financial transactions (FTT) are longstanding and primarily focus on its effects on markets and the economy. In practice, however, the FTT is less of a regulatory tool and more of a fiscal instrument. This article examines the FTT from this perspective. Our contribution specifically aims to address two questions generally overlooked in previous studies: who pays the FTT and how? Our analysis focuses mainly on the FTT in force in France (FTT-F).

In practice, the FTT-F is not a tax on transactions, but only on transfers OF SHARES that are recorded on a daily basis. A large portion of transactions is excluded from the scheme, which significantly reduces the tax base. It is estimated that the transactions actually taxed represent, in the end, only 15% of the total. The incidence of the FTT primarily impacts financial intermediaries, for whom the reduction in trades represents a loss of income, while individuals bear a minimal cost. Additionally, approximately half of the tax is collected from abroad, and the FTT-F has a strong redistributive aspect.

The collection of the FTT-F is not carried out by the public administration but is delegated to Euroclear France, a private company subsidiary of an international group. We propose that the collection should instead be directly handled by the General Directorate of Public Finances (DGFIP), with the support of the Financial Markets Authority (AMF), which has the necessary data; there are real synergies between its activity of monitoring stock market transactions and the collection of the FTT-F. This, of course, implies that the human and financial resources of the AMF are increased accordingly. Changing the collection system would improve controls, broaden the tax base, and significantly increase tax revenues, while enhancing transparency and equity.

Keywords: Financial transaction tax, Securities Transaction Tax, Tobin tax, Innovative financing.

JEL-Codes: G21; H25.

Table des matières

Introduction	5
1. La TTF en France	8
1.1. Les textes de loi sur la TTF-F.....	8
1.2. Les 3 volets de la TTF-F.....	8
1.3. La TTF-F : une taxe aux nombreuses exemptions.....	10
1.4. Les transactions intra-journalières : le grand oublié.....	11
1.5. Les transactions taxées ne représentent que 15% du total des transactions.....	12
1.6. Vers une harmonisation de la TTF-F ?.....	13
1.7. Qui paie la TTF ?.....	15
1.8. L'incidence fiscale.....	18
1.9. Liquidité et coût du capital	20
2. Interrogations autour du dispositif de collecte de la TTF-F	21
2.1. Le recouvrement de la TTF-F par Euroclear	21
2.2. Un meilleur accès aux données est indispensable pour évaluer le dispositif.....	22
2.3. Analyse critique et évaluation du rendement actuel de la TTF-F.....	23
2.4. Les enjeux du dispositif de collecte.....	26
2.5. Confier à la DGFIP le recouvrement de la TTF-F.....	27
3. Quelles pistes d'amélioration ?.....	30
3.1. Favoriser la transparence	30
3.2. Améliorer le dispositif de collecte de la TTF-F.....	33
3.3. Augmenter le taux nominal de la TTF-F	33
3.4. Elargir l'assiette de la TTF-F.....	35
Conclusion.....	38
Compléments.....	39
1. Le patrimoine des français.....	39
2. Sociétés dont les titres sont soumis à la taxe sur les transactions financières (TTF-F) en 2024	39
3. Projets de loi sur l'extension de la TTF française depuis 2012	39
4. Too much trading ?.....	40
5. TTF et coût du capital.....	44
6. Liquidité, investisseurs de long terme et performance des entreprises.....	45

Introduction

La taxation des transactions financières (TTF) est un thème qui suscite régulièrement de vifs débats. Mais, l'idée n'est pas nouvelle, bien au contraire. La TTF existe depuis plusieurs siècles. Au Royaume-Uni, elle a été introduite en 1694, sous la forme d'un droit de timbre (*stamp duty*) et c'est le plus vieil impôt encore en vigueur outre-Manche. En France, la TTF date de l'instauration en 1893 de l'impôt sur les opérations de Bourse, en réaction à plusieurs scandales financiers dont l'affaire de corruption liée à la construction du canal du Panama.

À la suite à la Grande Dépression consécutive au krach de 1929, l'économiste britannique John Maynard Keynes considérait que « *l'introduction d'une lourde taxe d'État frappant toutes les transactions pourrait s'avérer la plus salutaire des mesures permettant d'atténuer aux États-Unis la prédominance de la spéculation sur l'entreprise* ». ¹ Ce concept a depuis été repris et développé par plusieurs économistes, et non des moindres. Dans les années 1970, James Tobin suggérait de taxer les transactions de change pour « *jeter un peu de sable dans les rouages de nos marchés monétaires internationaux excessivement efficaces* ». ² A la fin des années 1980, au lendemain du krach boursier de 1987, Joseph Stiglitz proposait d'« *utiliser la politique fiscale pour limiter les opérations spéculatives à court terme* ». ³ Au cours de la dernière décennie, en réaction à la crise financière mondiale de 2008, Paul Krugman s'exprimait à son tour en faveur de la TTF arguant que « *de nombreux éléments suggèrent qu'il y a trop de transactions... Dans la mesure où la taxation des transactions financières réduit les magouilles et les volumes des transactions, ce serait une bonne chose* ». ⁴ Tobin, Stiglitz et Krugman sont parmi les économistes les plus brillants et influents des dernières décennies ; ils ont d'ailleurs tous trois été lauréats du « prix de la Banque de Suède en sciences économiques en mémoire d'Alfred Nobel » (respectivement en 1981, 2001, et 2008).

Comme l'illustrent les citations précédentes, les débats sur la TTF portent surtout sur les aspects réglementaires, dans une optique dite « pigouvienne ». Qu'il s'agisse de limiter la spéculation, de redonner de l'autonomie à la politique monétaire, de ralentir les transactions financières, l'idée est dans tous les cas de renchérir (un peu) le coût des transactions financières de manière à infléchir les comportements, à l'image des taxes sur les cigarettes ou sur l'essence. Toutefois, en pratique, telle qu'en vigueur aujourd'hui en France ou à l'étranger, la TTF n'a guère de visée réglementaire. Les taux sont faibles (entre 0,1% et 0,5% en général), l'assiette ne porte que sur les actions (et très rarement sur les produits financiers les plus spéculatifs) et les exemptions sont nombreuses. La nature des débats sur la TTF a par ailleurs changé. Avec l'accumulation des déficits publics, l'aspect fiscal l'emporte désormais sur les aspects réglementaires. Ce sont moins les crises boursières à répétition qui justifient aujourd'hui la TTF, que la nécessité de trouver des financements innovants pour la lutte contre la grande pauvreté, l'aide au développement, la transition énergétique et écologique. C'est ainsi d'ailleurs qu'Esther Duflo,

¹ KEYNES J.M. [1936], *General Theory of Employment, Interest Rates and Money*, NY: Harcourt Brace & World. Trad. française, Petite Bibliothèque Payot, n°139 [1971].

² TOBIN J. [1978], « A Proposal for International Monetary Reform », *Eastern Economic Journal*, 4(3-4), p. 53-159.

³ STIGLITZ J.E. [1989], « Using Tax Policy to Curb Speculative Short-Term Trading », *Journal of Financial Services Research*, 3, 101-115.

⁴ KRUGMAN P. [2011], « Things to Tax », *The New York Times*, Novembre 27.

elle-aussi lauréate de la fondation Nobel, a récemment évoqué la TTF comme une « *des pistes pour le financement* » de la solidarité internationale.⁵

L'objet de cet article est de contribuer au débat sur la TTF en abordant ce sujet non pas sous l'angle réglementaire, mais sous l'angle fiscal. Autrement dit, la question est celle de la contribution de la TTF aux recettes de l'État. La problématique n'est pas de savoir si la TTF est le bon outil pour lutter contre la spéculation ou les crises, ni son impact sur la liquidité des marchés. Ces questions sont bien sûr importantes, mais font déjà l'objet de plusieurs travaux théoriques et empiriques.⁶ Globalement, il en ressort que, tant que les marchés sont suffisamment liquides et le taux suffisamment faible – ce qui est le cas aujourd'hui – la TTF a peu d'effet sur les marchés financiers.

Dans cet article, nous adoptons deux approches : une positive et une plus normative.⁷ L'approche positive est développée dans la première partie où nous rappelons les éléments clés de la TTF en vigueur en France (ci-après TTF-F). Comme bien souvent, tout est question de design : Quel est le périmètre de la taxe ? Quelles sont les transactions soumises à la taxe ? Quelles sont les exemptions ? Qui paie la TTF-F et comment ? En particulier, quatre points nous semblent importants :

- En pratique, la TTF-F n'est pas une taxe sur les transactions, mais une taxe sur les transferts de propriété qui sont enregistrés à une fréquence quotidienne. Autrement dit, la TTF-F ne s'applique que sur la position nette en fin de journée. Toutes les transactions intra-journalières, dénouées au cours d'une même séance de Bourse, sont, de fait, exemptées ; cela inclut notamment les transactions à haute fréquence où l'achat et la vente d'un même titre réalisé dans un laps de temps très court (de l'ordre de la nanoseconde). Cela a pour effet de réduire considérablement l'assiette de la taxe.
- Les transactions effectivement taxées ne représentent que 15% du total des transactions.
- La TTF-F est payée par les acheteurs de titres, quel que soient leur nationalité ou leur résidence. Par conséquent, du fait de la mondialisation financière, la moitié environ de la taxe est collectée auprès d'investisseurs étrangers. Et dans tous les cas, sachant que la détention d'actions concerne très largement les ménages les plus riches, la TTF-F a un très fort aspect redistributif.
- Sur la base d'un modèle formel et en s'appuyant sur la littérature académique, nous montrons que les particuliers supportent une part très faible du coût de la TTF-F, contrairement au secteur financier. Le mécanisme est le suivant : la TTF-F augmente certes les coûts de transactions, mais réduit également les échanges ; au final, le coût total reste relativement stable pour les investisseurs particuliers. L'incidence de la TTF pèse donc essentiellement sur les intermédiaires financiers, pour qui la baisse des

⁵ Remise des insignes de Docteur honoris causa à l'Université de Liège, 18 mars 2024.

⁶ Voir MATHESON T. [2011], « Taxing Financial Transactions: Issues and Evidence », *IMF Working Paper*, No. 2011/054 ; MCCULLOCH N., et G. PACILLO [2011], « The Tobin Tax: A Review of the Evidence », *IDS Research Report*, n°68 ; COLLIARD J.-E. et P. HOFFMAN [2015], « Taxes sur les transactions financières : Théorie, expériences et implémentation », *Opinions & Débats*, n°9 ; BURMAN L.E., W.G. GALE, S. GAULT, B. KIM, J. NUNNS et S. ROSENTHAL [2016], « Financial Transaction Taxes in Theory and Practice », *National Tax Journal*, 69(1), p. 171-216.

⁷ Ce découpage est évidemment toujours un peu arbitraire, les approches normatives se cachant souvent derrière des approches prétendument positives.

échanges représente un manque à gagner. De même, dans la mesure où l'augmentation du coût unitaire est compensée par une baisse de la fréquence des échanges, il est peu probable que la TTF pèse sur le coût du capital des entreprises, ce qui est confirmé par les résultats empiriques menés dans le cas français.⁸

L'approche normative est développée dans les deux autres parties où nous livrons plusieurs recommandations pour améliorer les recettes de la TTF en France. Les principaux points sont résumés ci-dessous.

Dans la deuxième partie, nous analysons en détail le mécanisme de collecte de la TTF en vigueur en France (ci-après TTF-F). Il ne s'agit pas là que d'un détail technique. Comme nous le verrons, le choix du dispositif de collecte a des conséquences potentiellement sur les modalités de taxation, les montants recouverts et les contrôles. Le recouvrement de la TTF-F n'est pas opéré par l'administration publique, mais délégué à Euroclear France, société privée filiale d'un groupe international. Nous proposons que le recouvrement soit plutôt confié directement à la Direction générale des Finances publiques (DGFIP), avec l'appui de l'Autorité des marchés financiers (AMF) qui dispose des données nécessaires ; il y a de réelles synergies entre son activité de surveillance des transactions boursières et la collecte de la TTF-F. Cela suppose bien sûr que les moyens humains et financiers de l'AMF soient augmentés en conséquence. Le budget de l'AMF est déjà alimenté par un large éventail de contributions payées par les émetteurs et les intermédiaires financiers. On peut dès lors très bien envisager la TTF-F comme une contribution supplémentaire, l'excédent perçu étant reversé au budget de l'État. En fait, il s'agirait d'instaurer en France un mécanisme similaire à celui utilisé aux États-Unis pour la *Securities Exchange Commission*, qui est financée par une commission prélevée sur les transactions.

Dans la troisième partie, nous faisons plusieurs recommandations visant à améliorer l'efficacité de la TTF-F et les recettes fiscales. Nous demandons d'abord d'ouvrir aux chercheurs l'accès aux informations (rapports, données) détenues par Euroclear, la DGFIP et l'AMF, au sujet de la collecte de la TTF-F et aux données sur les transactions, dans la droite ligne de la loi pour une République numérique du 7 octobre 2016. Nous préconisons également de confier la collecte de la TTF-F à la DGFIP, avec l'appui de l'AMF.

Nous envisageons enfin plusieurs scénarii visant à améliorer les rendements de la TTF-F :

- Améliorer la collecte de la TTF-F en la confiant à la DGFIP avec l'appui de l'AMF ;
- Modifier le taux en le rapprochant du taux nominal en vigueur en Grande-Bretagne (0,5% contre 0,3%). On peut aussi envisager de moduler le taux de la TTF-F pour pénaliser les transactions réalisées en dehors des marchés réglementés, à l'image de ce qui se fait en Italie ou en Corée du Sud ;
- Renforcer les modalités d'application de la taxe sur le High frequency trading (HFT). Ces modalités sont si peu contraignantes que le rendement de cette taxe est nul ;
- Harmoniser le dispositif, pour y inclure toutes les transactions (hormis celles explicitement exemptées), et pas simplement les transferts de propriété. Outre une

⁸ Do T. [2019], « Mostly good Robin Hood. Impact of financial transaction tax on corporate investment », *SSRN Working Paper*, n° 4649109.

augmentation conséquente des recettes, cela se justifierait pleinement dans un souci d'équité. Cette option est à fois plus simple et la plus ambitieuse.

En conclusion, la TTF mérite d'être abordée sous l'angle fiscal, pas uniquement sous l'angle réglementaire. Les travaux antérieurs ont montré que la TTF, à condition d'être bien conçue, n'avait pas vraiment d'effet négatif sur les marchés boursiers. Nous montrons ici que c'est un impôt efficace et juste. Des améliorations sont toutefois possibles. En particulier, changer le dispositif de collecte permettrait d'élargir l'assiette et d'augmenter significativement les recettes fiscales, tout en renforçant la transparence des marchés et l'équité.

1. La TTF en France

Dans cette première partie, nous abordons quelques considérations techniques au sujet de la TTF-F. Ces aspects sont généralement ignorés des débats, alors qu'ils sont fondamentaux. Être pour ou contre la TTF, cela n'a juste pas de sens. Ce serait comme débattre de savoir s'il faut être pour ou contre les impôts ou pour ou contre les marchés. Tout est question de nuances ; comme bien souvent, le diable se cache dans les détails.

1.1. Les textes de loi sur la TTF-F

La TTF-F est entrée en vigueur le 1^{er} août 2012. Le projet de loi est déposé le 8 février 2012 et un premier texte est adopté par le parlement le 29 février 2012 (texte n°873). Les modalités sont ensuite détaillées dans l'article 5 de la Loi de finances rectificative de 2012 (loi # 2012-354 du 14 mars 2012), publiée au *Journal Officiel* le 15 mars 2012 et complétée par l'instruction fiscale 3P-3-12 (BOI n61 du 3 août 2012). Cette instruction a été abrogée et réintégrée au Bulletin officiel des impôts et des finances publiques (BOFiP), principalement sous les références BOI-TCA-FIN (dernière mise à jour le 3 mai 2017). La TTF-F a été depuis modifiée par la Loi de finances 2017 n°2016-1917 du 29 décembre 2016, la Loi de finances 2018 n°2017-1837 du 30 décembre 2017, et la Loi de finances pour 2019 n°1317 du 28 décembre 2018. L'un des changements importants depuis 2012 a été l'augmentation du taux de la TTF-F de 0,2% à 0,3% (CGI article 235 ter ZD, V de la Loi de finances pour 2017) à compter du 1er janvier 2017.

1.2. Les 3 volets de la TTF-F

La plupart des discussions tournent autour de la taxation des transactions boursières, mais la TTF-F comporte en fait trois volets :

- Une taxe sur les transferts d'actions (Article 235 ter ZD), calculée sur le total net (hors frais de courtage) des achats de titres en fin de journée pour les opérations au comptant. Pour les achats effectués via le service à règlement différé (SRD), si l'opération n'est pas dénouée avant son terme, la taxe est calculée en fin de mois. À l'instar du *stamp duty* britannique, le principe d'émission qui a été retenu, ce qui signifie que tous les acheteurs d'actions françaises (i.e. émises par des entreprises dont le siège social est en France) sont redevables de la taxe, quels que soient leur nationalité ou le lieu de cotation.

- Une taxe qui vise le trading haute fréquence (Article 235 ter ZD bis). Le trading haute fréquence – ou HFT, pour *high frequency trading* – désigne les passages d'ordres d'achat et de vente sur les marchés financiers réalisés par algorithmes informatiques sur une fenêtre de temps extrêmement courte, de l'ordre de la nanoseconde (un milliardième de seconde). Sont ainsi taxés, à un taux de 0,01%, les ordres de Bourse annulés ou modifiés dans un délai d'une demi-seconde et au-delà d'un seuil fixé à 80%. Cette taxe concerne toutes les entreprises, françaises ou non, mais ne s'applique qu'aux intermédiaires financiers exerçant leurs activités en France ; les succursales établies à l'étranger de sociétés françaises sont donc exemptées.⁹
- Une taxe (Article 235 ter ZD ter) sur les acquisitions à nu de CDS (*Credit Default Swap*), qui permettent de spéculer sur les dettes souveraines.

En pratique, seul le premier volet est effectif. Les deux autres ont un rendement nul : la taxe sur le HFT est techniquement facile à contourner, et ce fait, ne génère aucun rendement fiscal, tandis que les transactions de CDS à nu sont désormais interdites par l'Union européenne¹⁰ et ce dernier volet a été abrogé par la Loi n°2018-1317 du 28 décembre 2018 - art. 26 (V).

Pour bien comprendre le volet sur le HFT, prenons l'exemple d'un investisseur qui effectue des opérations pour compte propre en ayant recours à un dispositif de traitement automatisé de ces ordres. Si celui-ci a envoyé un ordre d'achat pour 100 000 titres, et que dans le dixième de seconde qui suit, il annule une partie de son ordre pour n'en acquérir que 25 000, il est exempté de la taxe. De même, s'il attend une demi-seconde pour annuler cette fois la totalité de l'ordre initialement placé, il est également exempté. Surtout, si l'ordre est passé depuis une succursale à l'étranger, et ce quel que soit le délai ou le taux d'annulation des ordres. En pratique, donc, la taxe sur le HFT est tellement facile à contourner qu'elle n'a aucun effet. On ne sera ainsi pas surpris d'apprendre dans le rapport d'information de l'Assemblée nationale du 25 juillet 2013, que cette taxe n'a produit aucun rendement.¹¹

Par conséquent, si dans les faits le HFT ne génère aucun rendement fiscal, c'est uniquement parce qu'il tire avantage des progrès technologiques et de la mondialisation financière pour échapper au dispositif initialement prévu par la loi. Le HFT représente pourtant une part considérable des transactions et de nombreux économistes remettent en cause son « utilité sociale » (Joseph Stiglitz, Andrew Haldane, Adair Turner, etc.).

En résumé, contrairement à ce que son nom suggère, la TTF-F n'est donc pas une taxe sur les transactions financières, mais uniquement une taxe sur les transferts de propriété. Dans la suite de cette étude, il ne sera question que du premier volet de la TTF-F, celui qui porte sur les transferts de propriété.

⁹ <http://bofip.impots.gouv.fr/bofip/7581-PGP>.

¹⁰ A noter toutefois, quelques exemptions à cette interdiction : <http://www.ofce.sciences-po.fr/blog/entree-en-vigueur-de-linterdiction-des-cds-a-nu/>

¹¹ Rapport d'information déposé par la commission des finances, de l'économie générale et du contrôle budgétaire sur l'application des mesures fiscales contenues dans les lois de finances. Enregistré à la Présidence de l'Assemblée nationale le 25 juillet 2013. <http://www.assemblee-nationale.fr/14/rap-info/i1328.asp>

1.3. La TTF-F : une taxe aux nombreuses exemptions

La TTF-F ne concerne que l'achat et le transfert de propriété des actions émises par les entreprises françaises dont la capitalisation boursière est d'au moins un milliard d'euros (au mois de décembre précédant l'année fiscale). Le nombre d'entreprises concernées fluctuent entre 120 et 150 environ, au gré des fusions-acquisitions et de la conjoncture boursière. En 2024, 121 entreprises sont soumises à la TTF-F.¹² La liste des sociétés soumises à la TTF-F est fourni en annexe (complément n°2). Rappelons qu'il y a environ 700 entreprises cotées en Bourse, sur les 4,5 millions d'entreprises en France.

L'objectif du seuil minimal est de ne pas nuire aux entreprises dont les titres sont les moins liquides.¹³ Cela se justifie assez bien, d'autant que les transactions boursières sont extrêmement concentrées sur les plus grosses valeurs de la côte. À titre d'illustration, fin mars 2024, les entreprises qui composent l'indice CAC 40 représentent à elles-seules 80% de la capitalisation boursière totale sur Euronext Paris (2 690 milliards d'euros¹⁴ sur un total de 3 327 milliards d'euros¹⁵). On dénombre une vingtaine d'entreprises françaises cotées avec une capitalisation boursière comprise entre 750 millions et 1 milliard d'euros, et encore une vingtaine avec une capitalisation entre 500 et 750 millions d'euros ; ces dernières sont toutefois beaucoup moins liquides et représentent à peine quelques pourcents du volume total.

Pour ne pas nuire au fonctionnement des marchés, sont aussi exonérées les opérations suivantes :

- l'achat d'obligations échangeables ou convertibles en actions,
- les acquisitions de titres réalisées dans le cadre de l'introduction en Bourse,
- les opérations réalisées par une chambre de compensation ou un dépositaire central,
- les activités de tenue de marché d'une entreprise d'investissement ou d'un établissement de crédit, y compris à l'étranger,
- les activités de tenue de marché réalisées au profit de l'émetteur d'un titre en vue d'assurer sa liquidité,
- les acquisitions intragroupes,
- les cessions temporaires de titres (utilisées notamment dans le cadre des ventes à découvert),
- les acquisitions de titres réalisées dans le cadre de l'épargne salariale soit par un OPCVM d'épargne salariale (FCPE, SICAVAS), soit par l'entreprise ou une entreprise de groupe,
- le rachat de titres par une entreprise lorsque ceux-ci sont destinés à être cédés aux salariés adhérents d'un PEE.

¹² <https://bofip.impots.gouv.fr/bofip/9789-PGP.html/identifiant%3DBOI-ANNX-000467-20231220>

¹³ A noter qu'en Italie, le seuil est de 500 millions d'euros.

¹⁴ https://live.euronext.com/sites/default/files/documentation/index-fact-sheets/CAC_40_Index_Factsheet.pdf

¹⁵ https://live.euronext.com/sites/default/files/documentation/index-fact-sheets/CAC_All-Share_Index_Factsheet.pdf

L'Association française des marchés financiers (Amafi) publie un guide d'application de la TTF-F, dont la dernière version date du 15 février 2023, et qui détaille en pratique chacune de ces exemptions.¹⁶

Il n'existe, à notre connaissance, aucune information sur la part respective de ces différentes exemptions. On peut toutefois considérer que la plus importante est celle qui concerne les apporteurs de liquidité. En pratique, ces activités sont difficiles à définir précisément et, de fait, il est facile pour les professionnels de se soustraire à la taxe. Comme le souligne l'Amafi, que « *le texte, contrairement aux choix opérés sur d'autres aspects (...), n'opère pas par renvoi à une définition externe procédant d'un texte européen ou français* », ce qui laisse d'importantes marges d'interprétation...

1.4. Les transactions intra-journalières : le grand oublié

Comme nous l'avons vu, en pratique, la loi instaurant la TTF-F en 2012 porte exclusivement sur les transferts de propriété. Le premier volet de la TTF-F ne s'applique en effet qu'aux achats nets de titres en fin de journée. Autrement dit, un achat suivi d'une vente réalisés la même journée ne sera pas taxé. Les transactions intra-journalières (*intraday* en anglais) sont ainsi exclues de la taxe, y compris le HFT. De même pour les opérations réalisées au Service de Règlement Différé (SRD) lorsqu'elles sont dénouées avant la date de liquidation (soit 4 jours de Bourse avant la fin du mois civil).¹⁷

Pourquoi taxer uniquement les transactions qui impliquent une durée de détention de plus d'un jour ? Pourquoi exclure les opérations les plus court-termistes et les plus spéculatives ? Il n'y a pourtant aucune raison économique qui justifie que l'on soit taxé si l'on détient une action plus d'un jour, ou juste quelques heures ou à peine une seconde... Au contraire, cela va à l'encontre de tous les principes de l'économie financière qui préconisent les stratégies à long terme.

La seule objection que l'on pourrait éventuellement faire à la taxation des transactions intra-journalières est de vouloir protéger la liquidité des marchés. Mais cet argument n'en est pas un, dans la mesure où la loi prévoit déjà d'exempter les activités de tenue de marché des entreprises d'investissement ou des établissements de crédit et celles réalisées au profit de l'émetteur d'un titre en vue d'assurer sa liquidité.

À noter que l'élargissement de la TTF-F aux opérations intra-journalières a régulièrement fait l'objet de débats au Parlement (complément n°3). Plusieurs amendements similaires ont été proposés, mais ils ont tous été soit non-soutenu, soit rejeté, soit adopté puis retiré quelques semaines plus tard après intervention du gouvernement, soit encore censuré par le Conseil constitutionnel. Le Parlement avait finalement voté, en décembre 2016, une extension de la TTF-F à l'exécution d'un ordre d'achat, qu'il n'y ait ou pas livraison du titre. L'entrée en vigueur de cette extension aux transactions intra-journalières a toutefois été reportée, du 1^{er} janvier 2017 au 1^{er} janvier 2018. Toutefois, le gouvernement issu des élections présidentielles

¹⁶ <https://www.amafi.fr/topics/fr/documentation/taxes-sur-les-transactions-financieres>

¹⁷ Pourtant, comme le rappelle le médiateur de l'AMF, le SRD « est un service spéculatif assorti d'un effet de levier (...) qui présente des risques importants » (<https://www.amf-france.org/fr/le-mediateur/journal-de-bord-du-mediateur/dossiers-du-mois/service-de-reglement-differe-quand-le-client-dument-alerte-investit-ses-risques-et-perils>).

de 2017 a alors préféré revenir sur cet élargissement dans l'objectif de favoriser la compétitivité de la place financière de Paris dans le contexte post-Brexit.¹⁸

1.5. Les transactions taxées ne représentent que 15% du total des transactions

Dans un précédent article, nous avons estimé l'assiette de la TTF-F à partir des recettes fiscales et du taux appliqué en France.¹⁹ Le calcul est le suivant. En 2022, la TTF-F a rapporté 1 363 millions d'euros au budget général (source : situation mensuelle de l'État), auxquels s'ajoutent 528 millions (le plafond) affecté au Fonds de solidarité pour le développement (FSD), soit une recette totale de 1 891 millions d'euros. Le taux nominal de la TTF-F étant de 0,3 %, cela correspond à une assiette fiscale de $1\,891 / 0,3\% = 630$ milliards d'euros.²⁰ Cette assiette est très faible comparé au volume total de transactions.

Le volume total de transactions sur Euronext Paris s'est élevé en 2022 à 1 139 milliards, auquel on doit ajouter les transactions réalisées sur d'autres plateformes, dont il est hélas très difficile de mesurer l'activité. D'après Refinitiv, si l'on tient compte des échanges OTC, le montant des transactions boursières serait de 4 300 milliards pour 2022, soit une part de marché pour Euronext de seulement 26%.²¹

Si l'on retient un volume total de 4 300 milliards (part de marché de 26%), la part des transactions effectivement taxées est donc de 15%. Autrement dit, les transactions exemptées (par exemple pour la tenue de marché) ou qui ne sont pas considérées dans le dispositif (les transactions intra-journalières) représentent 85% du total.

On peut bien sûr faire ce calcul pour chaque année (*cf.* figure 2). Si pour le montant total des transactions on considère les données Refinitiv, entre 2013 et 2023, la part des transactions taxées est restée relativement stable, dans une fourchette comprise entre 13,8% et 17,5% du montant total des transactions.

En conclusion, la TTF-F ne porte en réalité que sur 15% des transactions, en épargnant les transactions les plus court-termistes. À l'évidence, on est loin des objectifs annoncés. Dans un souci à la fois d'efficacité et de justice fiscale, il conviendrait donc de revoir et d'harmoniser le dispositif.

¹⁸ Dans une interview à Ouest France en juillet 2017, le président E. Macron exprimait clairement ses réticences : « *La taxe française a été votée par la majorité précédente, de manière démagogique s'agissant des transactions "intraday", en sachant que c'était infaisable. Si vous la faites seul, il n'y a plus de transactions chez vous ! Il n'y a plus une entreprise française cotée en France ! Au niveau européen, j'ai dit que j'irai au bout. Je ne recule en rien sur ce sujet. Il faut en même temps, une articulation avec l'accès des Britanniques à nos marchés financiers dans le cadre du Brexit. Sinon, si toutes vos entreprises peuvent aller opérer depuis Londres, qui se lancera dans le dumping fiscal, avec les mêmes droits qu'à Paris ou à Francfort, elles vont toutes partir. Je veux la TTF. Je veux une TTF qui s'applique dans un espace cohérent, qui ait un sens et qui soit efficace.* »

¹⁹ CAPELLE-BLANCARD G. [2023], « La taxation des transactions financières : une estimation des recettes fiscales mondiales », Document de travail.

²⁰ Les recettes fiscales sont égales à l'assiette (après exemptions) multipliée par le taux nominal ; par conséquent, l'assiette peut être mesurée en divisant les recettes par le taux.

²¹ Rappelons qu'en France, le montant total des transactions à la Bourse de Paris était de seulement 3,5 milliards d'euros en 1970, de 9 milliards en 1980, d'environ 100 milliards en 1990, et d'environ 1 000 milliards en 2000.

1.6. Vers une harmonisation de la TTF-F ?

La situation actuelle est schématisée Figure 1. Seules les transactions journalières qui donnent lieu à un transfert de propriété sont taxées (en vert), avec un seuil minimum de 1 milliard d'euros de capitalisation boursière et hormis quelques exemptions pour ne pas nuire au fonctionnement des marchés boursiers (en blanc). Les transactions intra-journalières qui servent à assurer la liquidité du marché (en blanc également) sont aussi exemptées. Le HFT est soumis à une taxe spécifique (en orange), mais celle-ci si facilement contournable que l'assiette est inexistante. Reste le SRD et les autres transactions intra-journalières (en bleu) qui ne sont pas concernées par la TTF-F et donc, de fait, exonérées, sans qu'il n'y ait de justifications à cela.

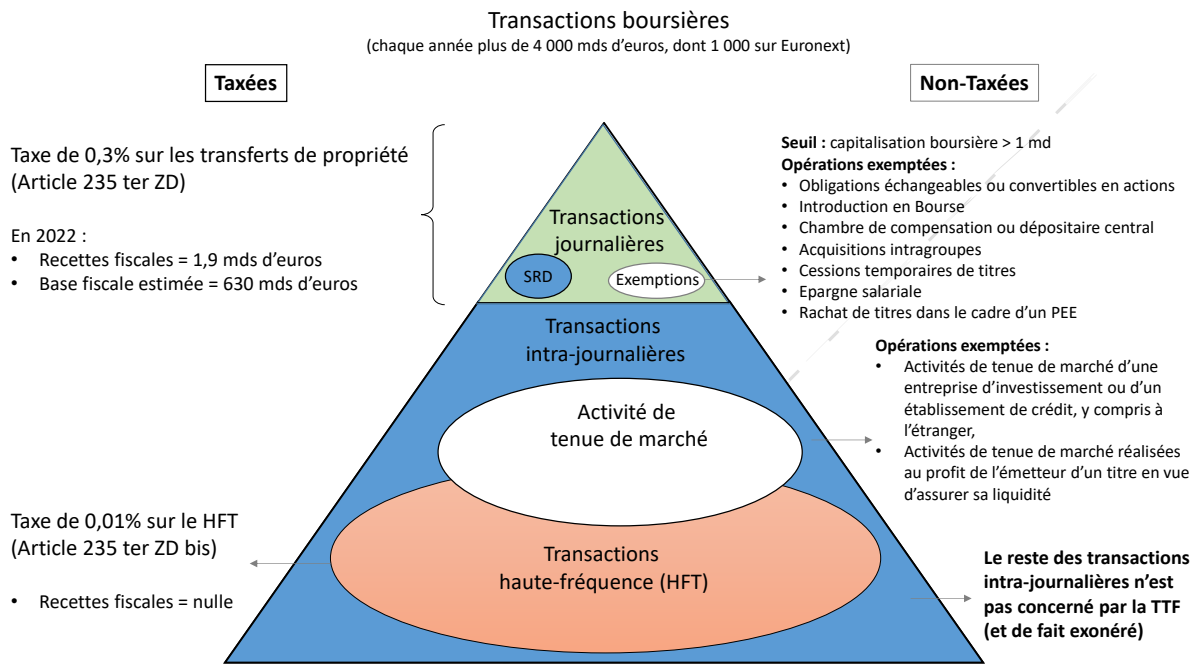
Pour des raisons d'efficacité et d'équité, il serait souhaitable d'harmoniser le dispositif en taxant toutes les transactions au même taux – tout en conservant les exemptions actuelles pour protéger les plus petites capitalisations et certaines opérations (sur le marché primaire, dans le cadre de l'épargne salariale, etc.) nécessaires au fonctionnement des marchés.

L'exemption, de fait, des transactions intra-journalières limite considérablement les recettes fiscales. Surtout, c'est contradictoire avec les objectifs mis en avant, censés viser essentiellement les mouvements à court terme.

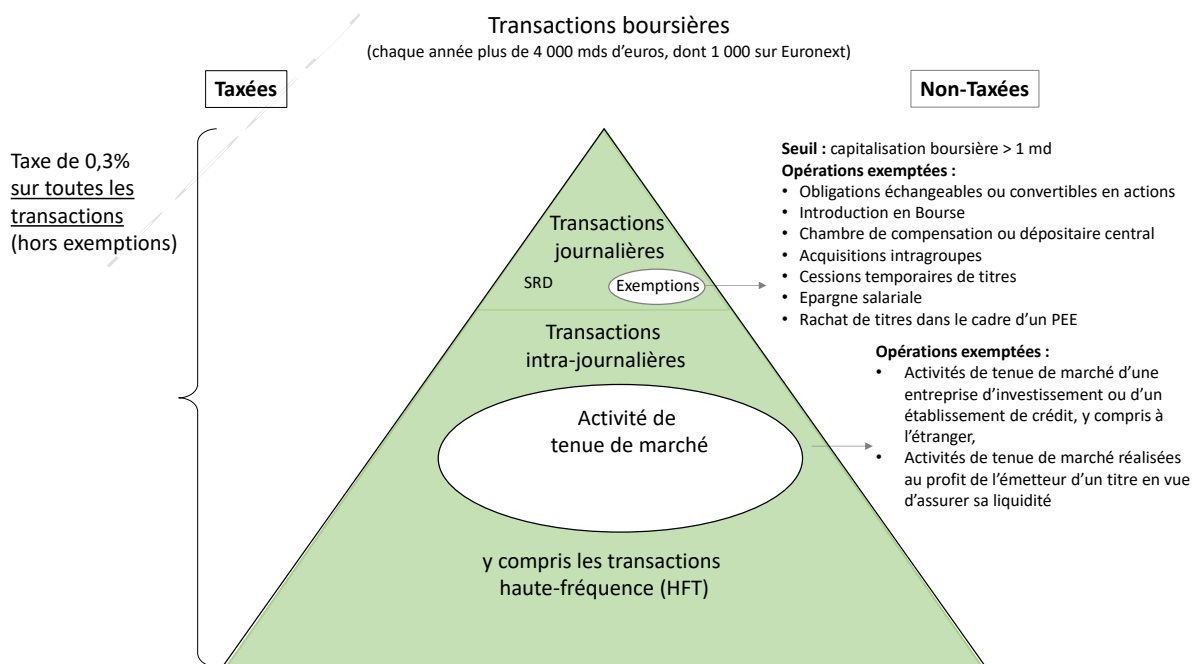
Figure 1. TTF, transactions intra-journalières et HFT

Cette figure schématise les transactions financières qui sont soumises à la TTF. En vert : les transactions boursières qui sont effectivement taxées. En blanc : les transactions boursières qui sont exemptées pour ne pas nuire au fonctionnement du marché boursier. En orange : les transactions boursières qui sont taxées, mais échappent à la collecte du fait de l'optimisation fiscale. En bleu : les transactions boursières qui ne sont pas concernées par la TTF (et donc de fait exonérées), sans qu'il n'y ait de justification à cela. En haut (A) la situation actuelle, en bas (B) la situation souhaitable dans un souci d'efficacité et de justice fiscale.

A. Situation actuelle



B. Situation souhaitable



1.7. Qui paie la TTF-F ?

La TTF est due par l'investisseur qui fait l'acquisition des titres. Dans l'exemple ci-dessous (anonymisé), un particulier a réalisé plusieurs opérations en mai 2024. Il a notamment acheté, le 14 mai, 15 actions de la société Thales, dont le siège social est en région parisienne. La société est cotée sur Euronext (avec le code ISIN FR0000121329) et sa capitalisation boursière est d'environ 30 milliards d'euros. L'achat a été effectué comptant, au prix unitaire de 163,8 €, soit pour un total de $15 \times 163,8 = 2\,457$ €. S'ajoutent à cela des frais de courtage, pour 3,80 €. La transaction n'a pas eu lieu à la Bourse de Paris (Euronext), mais à Berlin. Ce n'est pas l'acheteur qui choisit le lieu de la transaction, mais son courtier qui est tenu de lui fournir la meilleure exécution, c'est-à-dire le meilleur prix possible. Quoiqu'il en soit, il s'agit d'une entreprise dont le siège social est en France, avec une capitalisation boursière supérieure à un milliard d'euros, et donc – en vertu du principe d'émission – l'acheteur doit s'acquitter de la TTF-F. Le taux étant de 0,3%, il doit payer $2\,457 \times 0,3\% = 7,37$ €. Le même jour, il y a également eu la vente de 17 actions Soitec, mais comme il s'agit d'une vente, le vendeur ne paie que les frais de courtage. Il y a aussi eu l'achat de 70 actions de la société Rubis, cotée sur Euronext, dont le siège social est à Paris. Sa capitalisation est d'environ 4 milliards d'euros et donc l'acheteur doit s'acquitter de la TTF-F comme dans le premier cas. Enfin, le 17 mai, il y a eu l'achat de 450 actions de la société Derichebourg. Cette société est cotée sur Euronext, a son siège social à Paris, et fait même parti de l'indice SBF 120 ; mais au 1er décembre 2023, sa capitalisation boursière était juste en dessous d'un milliard d'euros et donc l'acheteur n'est pas soumis à la TTF-F.

La TTF est ainsi payé par les épargnants individuels qui achètent directement des actions, lorsque celles-ci sont assujetties. C'est le cas aussi des sociétés de gestion de portefeuille et des investisseurs institutionnels (assureurs, mutuelles, caisse de retraite, etc.) qui achètent des actions pour le compte des ayants droit souscrivant à leurs contrats, et qui leur répercutent ce coût. Pour les banques, la TTF-F est due s'ils réalisent un achat pour leur compte propre.

Rappelons que la TTF est une source de revenus non-négligeable pour de nombreux pays : 1,5 milliard d'euros en Suisse, près de 5 milliards d'euros au Royaume-Uni, et plus de 7 milliards d'euros en Corée du Sud, à Hong Kong, ou à Taïwan.²² En France, les recettes fiscales s'élèvent à moins de 2 milliards par an, en augmentation avec la croissance des activités de marché de la Place financière de Paris (*cf.* Figure 2).

²² CAPELLE-BLANCARD [2023, op. cit.].

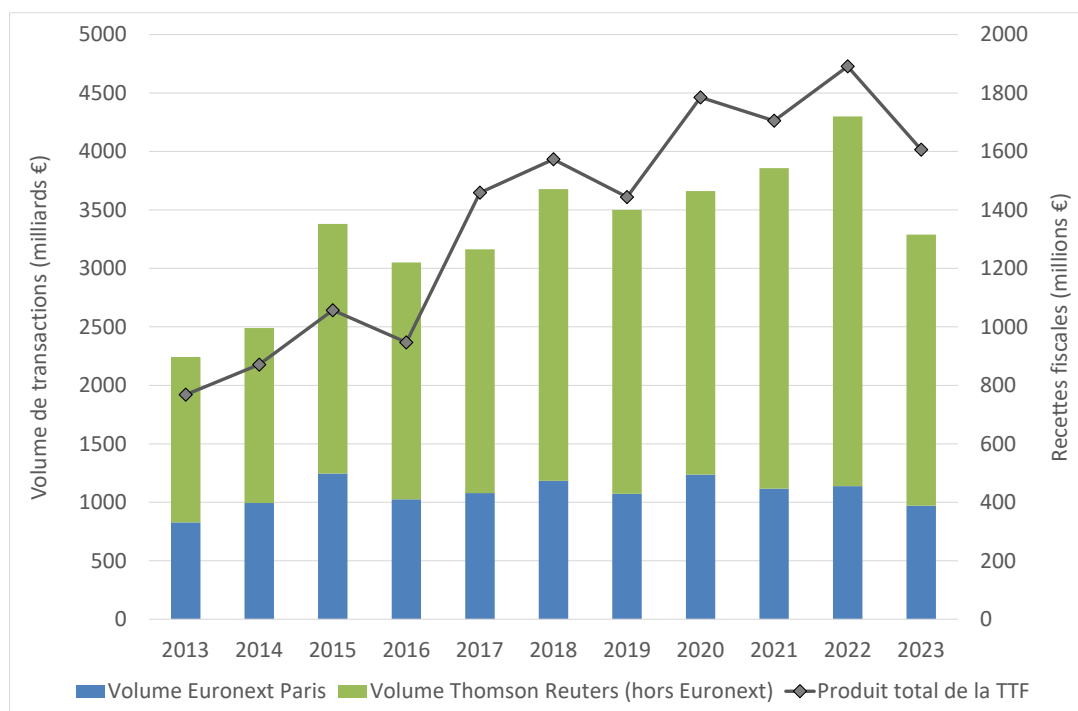
Exemples de paiement de la TTF-F

Avis d'Opération

Date	Désignation		Débit (€)	Crédit (€)
14/05/2024	Achat Comptant Quantité : +15 Cours : +163,8 Courtage : +3,80 Heure execution : 10:41:54	FR0000121329 THALES Brut : +2 457,00 TVA+0,00 Lieu: BORSE BERLIN EQUIDUCT TRADING - BERL	2 460,80	
14/05/2024	Vente Comptant Quantité : -17 Cours : +103,5 Courtage : +2,90 Heure execution : 10:33:22	FR0013227113 SOITEC REGROUPEM. Brut : +1 759,50 TVA+0,00 Lieu: BORSE BERLIN EQUIDUCT TRADING - BERL		1 756,60
14/05/2024	Achat Comptant Quantité : +70 Cours : +31,80 Courtage : +3,80 Heure execution : 10:41:23	FR0013269123 RUBIS Brut : +2 226,00 TVA+0,00 Lieu: BORSE BERLIN EQUIDUCT TRADING - BERL	2 229,80	
14/05/2024	TAXE TRANSACT FINANCIERES	FR0000121329	7,37	
14/05/2024	TAXE TRANSACT FINANCIERES	FR0013269123	6,68	
17/05/2024	Achat Comptant Quantité : +450 Cours : +4,78 Courtage : 3,80 Heure execution : 14 :42 :04	FR0000053381 DERICHEBOURG Brut : +2 151,00 TVA+0,00 Lieu: BORSE BERLIN EQUIDUCT TRADING - BERL	2 154,80	

Source : document personnel anonymisé.

Figure 21. Les recettes fiscales de la TTF-F



Sources : Recettes fiscales d'après la situation mensuelle de l'État (le produit total est calculé comme la somme des recettes au budget général et du montant affecté au FSD). Volume total de transactions d'après Euronext Paris, et d'après Thomson Reuters (Refinitiv).

- ***Un impôt payé à moitié par les non-résidents***

Il est difficile d'avoir des données précises sur qui achète quelles actions, et donc de quantifier la part de chaque type d'acteurs dans les recettes fiscales de la TTF-F. On peut toutefois noter que sur Euronext, la part des échanges réalisées pour le compte des particuliers est d'environ 2 à 3%, et celle pour le compte des sociétés de gestion et des investisseurs institutionnels autour de 15%. Le reste correspond à des opérations réalisées par les autres intermédiaires financiers, sachant que la plupart de ces transactions sont exemptées de la TTF-F (comme la tenue de marché), ou ne sont pas incluses dans le périmètre (comme les transactions intra-journalières).

Notons aussi qu'une grande majorité de l'activité sur les marchés est internationale, ce qui fait de la TTF-F un des rares impôts payés en grande partie par des non-résidents. Au Royaume-Uni, d'après les autorités fiscales, plus de la moitié du *stamp duty* serait ainsi payée depuis l'étranger. En France, en 2022, d'après la Banque de France, les non-résidents détenaient 40% de la capitalisation boursière totale des entreprises du CAC 40. Ce taux est stable sur les dernières années et on peut raisonnablement faire l'hypothèse que les non-résidents réalisent environ 40% des transactions et s'acquittent donc de 40% de la TTF-F.

- ***Un impôt progressif***

La TTF ne concerne qu'une très faible fraction de la population. En effet, le taux de détention d'actions par les ménages est traditionnellement faible, en particulier en France. Selon un

sondage de l'Observatoire de l'Épargne de l'AMF en novembre 2023²³, seulement 7,3% des français déclarent détenir des actions cotées en direct. À noter que ce pourcentage s'élève à 9,4% pour les crypto-actifs, 2,8% pour les NFT (jetons non fongibles), 2,7% pour les produits financiers spéculatifs (warrants, CFD, ...) et 2,4% pour les fonds indiciels cotés (ETF). Et tous les investisseurs en actions ne réalisent pas des transactions tous les ans. Ainsi par exemple, d'après l'AMF, 500 000 particuliers ont acheté des actions au 3^{ème} trimestre 2023, soit moins de 1% de la population française.

Qui plus est, tout comme le patrimoine de manière générale (*cf.* complément n 1), la détention d'actions est fortement concentrée. Toujours d'après l'AMF, un quart des ménages dont le revenu mensuel est supérieur à 6 000 € détiennent des actions ; ce sont principalement des hommes (65%), de plus de 65 ans. Cette concentration des actions dans les mains des individus les plus aisés fait de la TTF un impôt fortement progressif, aux effets redistributifs.

On observe en parallèle un rajeunissement des investisseurs depuis quelques années, en lien avec la « gamification » de la finance. Une étude de l'OCDE sur les nouveaux investisseurs particuliers en France²⁴ révèle que 12% des français ont investi pour la première fois depuis 2020 : comparés aux investisseurs « traditionnels », ils sont beaucoup plus jeunes (35 ans en moyenne) avec un profil de risque bien particulier : 54% d'entre eux détiennent des crypto-actifs, 58% jouent à des jeux d'argent (poker, casino), 68% font des paris sportifs en ligne et 79% participent à des jeux de hasard payants – ces dernières activités étant bien plus taxées que les transactions en bourse.

1.8. L'incidence fiscale

Il n'existe (à notre connaissance) aucune étude empirique sur l'incidence fiscale de la TTF. La raison est essentiellement, comme nous venons de le voir, liée à un manque de données. Pour autant, les détracteurs de la TTF font souvent valoir que, contrairement aux ambitions affichées, la TTF pèse essentiellement sur les particuliers, et non sur le secteur financier. L'argument consiste à prétendre que la TTF est indolore pour les banques ou les sociétés de gestion de portefeuilles car elles la répercuteront de toute façon dans les coûts qu'elles facturent à leurs clients, qui seraient donc eux les véritables « perdants ». Le raisonnement paraît intuitif, mais les choses sont en réalité plus complexes. La question est celle de l'incidence fiscale, concept qui désigne la répartition de la charge effective de l'impôt entre les différents acteurs économiques. L'idée est que l'impôt a un effet sur les prix et les volumes, et donc que celui qui supporte effectivement le coût n'est pas forcément celui qui est légalement tenu de le payer.

Contrairement à ce qui est souvent avancé dans le cas de la TTF, il est probable que ce ne soit pas les particuliers qui soient les plus lésés, pour au moins trois raisons. La première est qu'ils représentent une très faible part du marché, comme on l'a vu dans la section précédente ; qui plus est, ce ne sont pas les investisseurs les plus actifs. La deuxième raison est qu'en pénalisant l'achat d'actions, la TTF limite quelque peu les investisseurs dans leur frénésie. De nombreux travaux académiques ont montré que les particuliers ont tendance à réaliser trop de transactions, ce qui réduit leur performance (*cf.* complément n°4). La théorie financière moderne prône

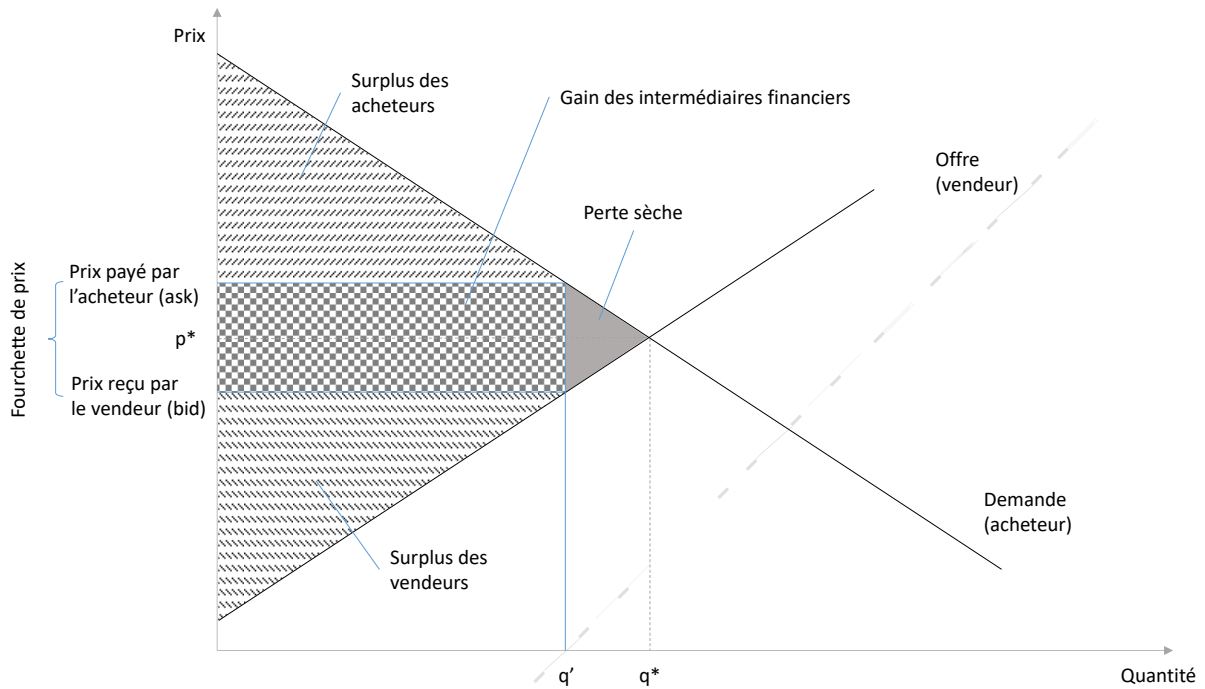
²³ <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/publications/observatoire-de-lepargne/lettres-de-observatoire-de-lepargne/lettre-de-lobservatoire-de-lepargne-de-lamf-ndeg54-novembre-2023>

²⁴ <https://www.oecd.org/fr/daf/fin/education-financiere/new-retail-investors-in-France-FR.pdf>

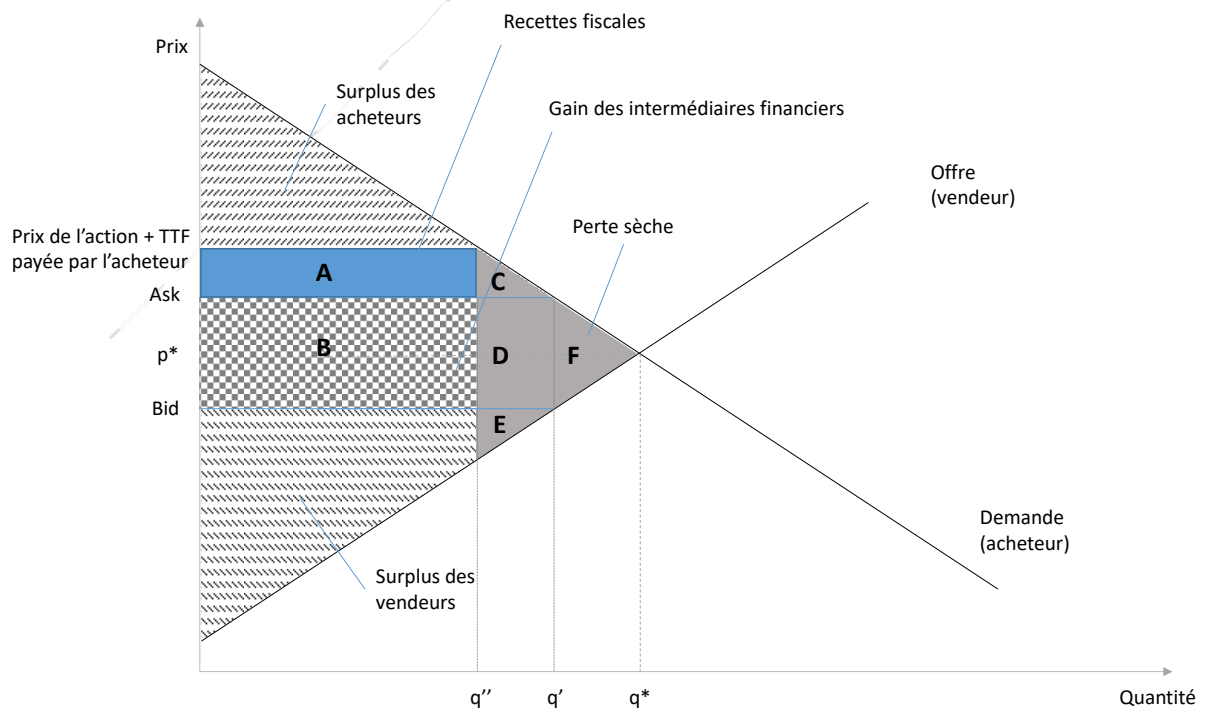
d'ailleurs une modération de ces transactions, du fait de la grande difficulté à « battre le marché ». La troisième raison est que la baisse des échanges pénalise surtout les intermédiaires financiers, comme nous le voyons avec l'analyse graphique de l'incidence de la TTF présenté dans la Figure 3 ci-dessous.

Figure 32. Analyse graphique de l'incidence de la TTF

a. Équilibre du marché sans TTF



a. Équilibre du marché avec TTF



Pour bien comprendre, commençons par le cas sans TTF. L'analyse est classique, avec une offre croissante et une demande décroissante en fonction du prix, à ceci près qu'il faut tenir compte des intermédiaires financiers. L'intersection des deux courbes permet de connaître le prix d'équilibre théorique (p^* pour une quantité q^*), mais les acheteurs et les vendeurs d'actions n'échangent pas à ce prix-là ; ils échangent auprès d'un intermédiaire qui facilite les échanges (le teneur de marché) et qui propose en compensation d'acheter à un prix légèrement inférieur (le *bid*) et de vendre à un prix légèrement supérieur (l'*ask*). Les triangles hachurés représentent le surplus de l'acheteur (en haut) et du vendeur (en bas), le rectangle à damier le revenu des intermédiaires financier (égal à la fourchette de prix fois la quantité échangée q), et le triangle grisé la perte sèche due aux coûts de transactions qui réduit les quantités échangées.

Lorsqu'on introduit une TTF – ici, pour simplifier, une taxe forfaitaire payée par l'acheteur – cela réduit encore les quantités échangées (au niveau q''). Le surplus des acheteurs et des vendeurs est diminué des surfaces A (qui correspond à un transfert vers l'État), C, et E. Mais cela réduit aussi, et surtout, le gain des intermédiaires financiers qui perdent D dont la surface correspond à la fourchette de prix multipliée par la différence de quantités avec ou sans TTF. Cette simple figure permet de mieux comprendre la répartition du coût de la TTF et pourquoi les intermédiaires financiers y sont si hostiles, même si la raison qu'ils invoquent le plus souvent est la protection des épargnants. La TTF est bien une taxe sur le secteur financier, par ailleurs sous-imposé comparé aux autres secteurs (voir section suivante).

Pour résumer, même si ce sont les investisseurs qui paient la TTF, les intermédiaires financiers supportent une part importante du coût, via une baisse de leurs recettes. Pour les épargnants, c'est certes un coût supplémentaire, mais qui est compensé par une diminution des échanges, et donc une baisse des autres coûts de transaction ; cette baisse des échanges peut même s'avérer profitable pour une grande part des investisseurs qui réalisent trop de transactions.

1.9. Liquidité et coût du capital

Un autre argument souvent avancé à l'encontre de la TTF consiste à prétendre que ce sont les entreprises non-financières qui, au final, supportent le coût du capital : en réduisant la liquidité, la TTF augmenterait le coût du capital des entreprises (*cf.* complément n°5).

Pourtant, empiriquement, la littérature académique suggère plutôt que la TTF a un effet positif pour les entreprises. De nombreux travaux montrent que le raccourcissement de l'horizon de placement pèse sur les entreprises cotées (diminution de la R&D, mauvaise évaluation des investissements, etc.), alors que la présence d'investisseurs à long terme est favorable (*cf.* complément n°6). En particulier, une étude récente menée dans le cas français montre que l'augmentation des coûts de transaction dû à la TTF a été plus que compensée par une baisse du court-termisme des investisseurs, avec un effet global positif sur l'investissement des entreprises concernées.²⁵

²⁵ Do T. [2019], « Mostly Good Robin Hood: Impact of Financial Transaction Tax on Corporate Investment », *SSRN Working Paper*, 4649109.

2. Interrogations autour du dispositif de collecte de la TTF-F

2.1. Le recouvrement de la TTF-F par Euroclear

La collecte de la TTF-F est gérée par le dépositaire central Euroclear France (anciennement Sicovam), qui appartient au groupe Euroclear.²⁶ La loi instaurant la TTF-F a été publiée en mars 2012 pour une mise en œuvre en août de la même année, soit 5 mois seulement pour concevoir le dispositif.²⁷ C'est probablement la raison pour laquelle on a fait appel à Euroclear, qui disposait d'une certaine expérience puisque déjà en charge du recouvrement du *stamp duty* pour le gouvernement britannique (*His Majesty's Revenue and Customs*), via le système CREST. Qui plus est, Euroclear dispose en tant que dépositaire central de l'information sur les achats de titres.

La taxe est liquidée et due par le prestataire de services d'investissement (PSI). Les détails techniques sont renseignés par Euroclear dans un document adressé à ses membres, mais accessible en ligne « ESES Detailed Service Description – Financial Transaction Tax », dont la dernière version (version 1.3) remonte à avril 2020.²⁸

En pratique, chaque mois, les membres d'Euroclear doivent remplir un document (sous la forme d'un tableau CSV). Ce document fournit des informations générales, puis des informations détaillées pour chaque transaction déclarée : le code ISIN, la date, la quantité, le montant, le lieu de cotation, etc. Le document indique également si la transaction est soumise à la TTF ou non, et dans ce cas pour quel motif. Enfin, les membres déclarent le montant de la taxe dû.

La collecte repose ainsi sur les déclarations des acteurs du marché. En plus de la collecte, Euroclear France est chargé d'une série de contrôles (à la réception, ex post, de cohérence) ; une majoration de 40% du montant due est prévu en cas de défaut de transmission (Décret relatif aux modalités de déclaration par les redevables et de collecte par le dépositaire central de la taxe sur les transactions financières n° 2012-956 du 6 août 2012).

En contrepartie, Euroclear France bénéficie d'un décalage de vingt jours entre le moment où elle collecte la taxe auprès des participants et la date de paiement aux autorités fiscales françaises. Le calendrier suit les règles suivantes : la TTF-F doit être payée au plus tard le 4^{ème} jour calendaire du mois suivant la transaction assujettie (04/M+1), puis Euroclear paie le Trésor public le 24^{ème} jour (24/M+1). Euroclear France a alors encore un mois (24/M+2) pour envoyer aux autorités fiscales les résultats des contrôles.

Le coût de collecte en France est ainsi égal aux intérêts provenant de la conservation de la taxe par Euroclear France. Ces intérêts sont versés par l'Agence France Trésor. Le taux retenu en 2012 était de 0,35%. Mais comme le fait remarquer la Cour des comptes en 2017²⁹, ce taux est

²⁶ Euroclear est une société internationale, créée en 1968, spécialisée dans le dépôt et les services de règlement/livraison de titres. Le groupe, dont le siège est à Bruxelles, est composé de six dépositaires centraux de titres « nationaux » (Euroclear France, Euroclear UK & Ireland, Euroclear Nederland, Euroclear Belgium, Euroclear Finland et Euroclear Sweden) et d'un dépositaire central de titres « international » (Euroclear Bank).

²⁷ Le rapport de la Commission européenne pointe d'ailleurs ces difficultés (« FTT – Collection methods and data requirements », Specific Contract No 3 TAXUD/2013/DE/314, 2014). Ce rapport détaille la procédure utilisée en Belgique, au Royaume-Uni, et en Suisse, ainsi que les dispositifs prévus en France et en Italie.

²⁸ <https://www.euronext.com/sites/default/files/2021-04/4384%20-%20Euroclear%20FTT%20Detailed%20Service%20Description%20%28April%202020%20version%29.pdf>

²⁹ « La taxe sur les transactions financières et sa gestion », Référé no 52017-1860.

« est très supérieur aux taux d'intérêt à court terme du marché ». Quoiqu'il en soit, on peut se livrer à une estimation approximative du gain pour Euroclear France. En 2022, les recettes de la TTF-F s'élèvent à 1 800 millions d'euros environ, soit $1\,800/12 = 150$ millions d'euros par mois en moyenne ; en supposant un taux d'intérêt de 0,35% et des mois de 30 jours, le gain pour Euroclear France peut être évalué à $150 \text{ millions} \times 20 \text{ jours} / 30 \text{ jours} \times 0,35 \% \times 12 \text{ mois} = 4,2$ millions euros par an.³⁰

Dans le document adressé par Euroclear à ses membres, il est également question d'une commission de service basée sur l'activité de l'adhérent, et d'une commission en cas de retard de paiement ; les taux ne sont toutefois pas précisés.

Il existe aussi un coût pour les intermédiaires financiers lié au développement et à la gestion du dispositif de paiement de la TTF-F. Le fait que la TTF-F soit perçue par le dépositaire central permet toutefois de minimiser ce coût (notamment sa partie variable), en le mutualisant avec les autres frais liés aux activités de règlement/livraison et de conservation des titres. Ajoutons que ce coût est vraisemblablement infime, comparé aux milliards dépensés par les intermédiaires financiers, lancés dans une véritable course à l'armement, pour accélérer sans cesse la transmission de leurs ordres. En 2010, Spread Networks a par exemple dépensé 300 millions de dollars pour installer un câble de fibre optique reliant New York et Chicago à seule fin de réduire le temps de transmission des ordres entre les Bourses des deux villes de 16 à 13 millisecondes.

Dans son Référé no 52017-1860, la Cour des comptes s'était montrée assez critique vis-à-vis de cette procédure : « la gestion de la taxe, et plus particulièrement son contrôle, doivent être améliorée ». La recommandation #1 de la Cour des comptes était ainsi, en 2017 déjà, de « procéder, au vu du bilan des premières années de mise en œuvre, à une actualisation du protocole visant en particulier à préciser les modalités de contrôle et de recouvrement de la taxe sur les transactions financières ».

A noter qu'en Italie ou Espagne, la TTF est collectée directement par le ministère de l'économie et des finances (*Agenzia delle Entrate* en Italie et *Agencia Tributaria* en Espagne). Les contribuables redevables de la TTF doivent toutefois, comme en France, eux-mêmes se déclarer et remplir un formulaire proche de celui en vigueur pour la TTF-F.

2.2. Un meilleur accès aux données est indispensable pour évaluer le dispositif

A vrai dire, pour avoir une analyse un peu plus précise du paiement de la TTF-F nous aurions besoin de bien meilleures données que celles aujourd'hui disponibles. Il est (très) difficile d'avoir des données agrégées sur les volumes. Mais il est encore plus difficile d'avoir des données précises sur la façon dont ces volumes se répartissent entre les acteurs. Les rares chiffres disponibles ne sont que des ordres de grandeurs, et même l'assiette fiscale n'est pas facilement mesurable.

Pourtant, avec l'entrée en vigueur en 2018 de la révision de la directive sur les marchés financiers (dénommée MIF 2), des données très riches sur les transactions boursières sont

³⁰ Dans le cas du *stamp duty* britannique, le coût est de l'ordre de 0,02% des sommes collectées, soit un coût 75 fois moins élevé que pour l'impôt sur le revenu. Source : HAWKINS M. et J. MCCRAE [2002], « Stamp Duty on Share Transactions: Is There a Case for Change? », *IFS Working Paper*.

collectées par le régulateur. L'AMF dispose ainsi, grâce au reporting obligatoire des transactions imposées par l'article 26 de MIF 2, de toutes les transactions réalisées sur les actions françaises. Il s'agit de la base de données « RDT-TREM » (Reporting Direct des Transactions-Transaction Reporting Exchange Mechanism) centralisée sur la plateforme *big data* de l'AMF, baptisée ICY (qui se prononce « *I see why* »). Ces données sont extrêmement riches et renseignent notamment sur les lieux de négociation, et les codes LEI identifiant les entités juridiques.

Aussi paradoxal que cela puisse paraître alors que la recherche de transparence constitue la colonne vertébrale de la régulation des marchés financiers, ces informations ne sont malheureusement pas accessibles. Elles seraient pourtant d'une grande utilité – même anonymisées – pour pouvoir allouer le coût de la TTF entre les différents acteurs (particuliers/professionnels, résidents/non-résidents, etc.). Elles seraient aussi, plus largement, une source d'informations extraordinaire pour étudier le fonctionnement des marchés boursiers ; par exemple pour calculer l'horizon de placement des investisseurs.

2.3. Analyse critique et évaluation du rendement actuel de la TTF-F

Nous proposons ici une évaluation des gains potentiels. À défaut d'être précise, cette évaluation se veut transparente et rigoureuse. L'idée est de mesurer l'assiette fiscale potentielle, et pour cela, il nous faut décomposer le montant total des transactions.

Soit τ le taux de la taxe (en France 0,3%) et A le montant de l'assiette fiscale on peut facilement écrire R le montant des recettes fiscales : $R = \tau \times A$. Il n'existe malheureusement aucune information sur l'assiette, qui doit donc être estimée.

- ***L'assiette fiscale (A)***

Nous avons vu précédemment que l'assiette fiscale effective, était en 2022, de 630 milliards d'euros. Cette assiette est très faible comparé au volume total de transactions.

Pour apprécier l'efficacité du mécanisme de recouvrement, il faut pouvoir décomposer cette assiette. L'assiette fiscale peut comptablement s'écrire de la manière suivante : $A = T - E - X$ où T correspond au volume total des transactions, E au montant total des exemptions et X au montant non-exempté mais non-taxé. Si la collecte est parfaite, alors $X = 0$. Mais s'il existe des problèmes de reporting, des contournements ou de la fraude, alors on peut très bien avoir $X > 0$. L'objectif ici est donc d'estimer ce montant X en faisant des hypothèses raisonnables sur les autres termes de l'équation. Chacun de ses composantes est difficile à estimer, faute d'informations, même agrégées. On propose dans la suite, certaines valeurs plausibles.

- ***Le montant des transactions (T)***

Aussi paradoxal que cela puisse paraître à l'heure où les données sont partout, il n'a jamais été aussi difficile de mesurer le total des transactions réalisées sur les actions françaises. D'après Refinitiv, si l'on tient compte des échanges hors marchés réglementés (notamment les transactions bilatérales dites « OTC », pour *over-the-counter*), on serait à plus de 4 300 milliards pour 2022.

- ***Le montant des exemptions (E)***

Comme nous l'avons précédemment détaillé, dans le cas de la TTF-F, les exemptions (et exonérations) sont très nombreuses. La TTF-F ne porte que sur les transferts de propriété pour les entreprises dont la capitalisation dépasse un milliard d'euros, à l'exclusion des transactions dénouées au SRD et des transactions qui figurent dans la liste des 9 exemptions. Euroclear dispose des informations précises sur ces exemptions, mais aucune statistique n'est publiée. Encore une fois, on ne peut que déplorer cette situation alors qu'il ne s'agit que d'informations très agrégées, non confidentielles, mais qui nous renseigneraient beaucoup sur le fonctionnement des marchés boursiers. On pourrait ainsi finement mesurer la part relative des marchés primaires et secondaires, des investisseurs résidents ou non-résidents, du trading intra-journalier, le poids des activités de tenue de marché, la contribution de de l'épargne salariale, etc.

Le marché boursier est très fortement concentré sur les plus grandes valeurs et parmi les 9 exemptions, les plus importantes sont sans doute celles accordées pour la tenue de marché. Les activités des teneurs de marché représentent quelques pourcents du montant total des transactions. Dans une étude parue dans le *Journal of Finance*, cette part est estimée à 2,5% sur le Nasdaq dans les années 2000³¹.

Dans le cas, des transactions intra-journalières et du HFT, on dispose – là encore – de très peu d'informations. Quelle part cela représente dans les échanges ? Quelle est la durée moyenne de détention ? Impossible de répondre à ces questions sans disposer de bases de données de qualité. Ces bases existent, mais sont malheureusement inaccessibles aux chercheurs, même sous forme anonymisées. Par manque de transparence, on est contraint de s'en tenir à de vagues approximations : sur le marché américain le HFT représente environ la moitié des transactions (mais les trois-quarts des ordres)³² ; en Europe, on est plutôt autour de 40%³³.

○ X

La collecte repose sur les déclarations des acteurs du marché. Or, l'expérience montre que malheureusement les comportements délictueux ne sont pas rares dans le secteur financier, comme le révèlent de nombreuses études académiques.³⁴

Comme le souligne la Cour des comptes [op. cit.], « *le contrôle des déclarations et du recouvrement de la taxe sur les transactions financières est insuffisant : d'une part, l'administration ne connaît pas l'ensemble des transactions assujetties à la taxe ; d'autre part, le contrôle se heurte à de nombreuses difficultés juridiques et techniques.* »

Il n'est pas possible, faute d'informations suffisantes et d'une collecte transparente, d'estimer quel pourrait être le montant qui devrait normalement être collecté. On peut toutefois essayer d'établir quelques ordres de grandeur, récapitulés dans le tableau ci-dessous.

Comme on l'a vu, pour 2022, le montant total des transactions sur les actions françaises s'élevait à 4 300 milliards d'euros. On retient ce montant car il permet d'avoir une vue globale

³¹ <https://www.jstor.org/stable/27735173?seq=1>

³² <https://www.nasdaq.com/glossary/h/high-frequency-trading>

³³ <https://www.sec.gov/files/dera-wp-hft-synchronizes.pdf>

³⁴ Voir notamment, ALEXANDER, C., & CUMMING, D. (Eds.) [2022]. *Corruption and Fraud in financial markets: Malpractice, Misconduct and Manipulation*. John Wiley & Sons ; REURINK, A. [2019]. Financial fraud: A literature review. *Contemporary topics in finance*, 79-115.

de toutes les transactions réalisées sur les actions françaises, et pas seulement celles enregistrées sur les marchés organisés. Supposons que sur ce montant total, la moitié soit due au HFT, ce qui fait une base de 2 150 milliards d'euros (scenario 1). Notons que cette hypothèse est très prudente sachant qu'en Europe le HFT n'est censé représenté que 40% des transactions. À ce montant, il faut également retirer toutes les exemptions, qui présentent vraisemblablement une part assez faible du volume total, disons 10%, soit 430 milliards. Faute d'avoir accès aux informations (même agrégées) d'Euroclear, il est impossible de se faire une idée du montant exact. Ce serait d'ailleurs un des mérites de la TTF-F que de permettre, via la collecte, d'avoir une meilleure connaissance des activités de marché.

L'assiette fiscale effective, qui correspond par définition aux transferts de propriété hors exemptions, peut se mesurer comme le rapport entre le montant collecté et le taux statutaire de la TTF, soit $1\,891 / 0,3\% = 630$ milliards d'euros en 2022. En partant du montant global des transactions (4 300), du montant estimé du HFT (2 150) et des exemptions (430), et des transactions qui sont effectivement taxées (630), reste donc $4\,300 - 2\,150 - 430 - 630 = 1\,090$ milliards d'euros à expliquer. Ce montant reflète en grande partie les transactions intra-journalières (hors HFT et activités de tenue de marché) et, éventuellement, une sous-déclaration des transactions.

Alors bien sûr, nos hypothèses, déjà très conservatrices, peuvent être discutées. On peut imaginer par exemple (scenario 2) que le HFT représente jusqu'à 60% du total et que les exemptions s'élèvent à 20%. Mais même dans ce cas, en suivant la même logique, le reste est de 230 milliards d'euros.

Au-delà des chiffres, toujours sujets à discussion, cet exercice purement comptable permet de souligner deux points :

- Il est indispensable d'avoir davantage d'informations sur les transactions financières, leurs natures et les montants. Les données sont pourtant disponibles.
- L'assiette fiscale de la TTF est très en deçà de ce que l'on peut attendre d'une telle taxe, même limitée aux actions, et même en exonérant le HFT et les activités des teneurs de marché.

Tableau 1. Estimation des recettes fiscales potentielles

Le tableau est composé de 3 blocs. Dans le 1^{er} bloc figurent les données à disposition pour 2022 (en rouge) : le montant total des transactions est issu des données Refinitiv et les recettes fiscales sont publiés dans la Situation mensuelle de l'État. Dans le 2^{ème} bloc nous décomposons le montant total des transactions en faisant deux hypothèses (en bleu) : les exemptions s'élèvent entre 10% et 20% et le HFT représente entre 50% et 60% du total. Ceci nous permet, par différence, d'estimer le montant des transactions qui ne serait pas taxé, hors exemptions et hors HFT. Le 3^{ème} bloc considère les recettes fiscales. L'assiette fiscale effective est calculée en rapportant le montant collecté en 2022 et le taux statutaire de la TTF : $1\,891 / 0,3\% = 630$ milliards d'euros. L'assiette fiscale potentielle est le montant qui, d'après nos hypothèses, ne correspond ni au HFT, ni aux exemptions. Les recettes fiscales potentielles se calculent en multipliant l'assiette fiscale potentielle au taux statutaire (0,3%).

		%	milliards €	%	milliards €
Données (sources)					
(1)	Montant total des transactions (Refinitiv)		4 300		4 300
(2)	Recettes fiscales effectives (SME)		1,891		1,891
Décomposition du montant total des transactions					
(3) issu de (1)	Total, dont :	100%	4 300	100%	4 300
(4) = (2) / 0,3%	Transferts de propriété, hors exemptions	15%	630	15%	630
(5) Hypothèse	Exemptions	10%	430	20%	860
(6) Hypothèse	HFT	50%	2 150	60%	2 580
(7) = (3) – (4) – (5) – (6)	Non-taxé, hors exemptions et hors HFT	25%	1 090	5%	230
Recettes fiscales					
(8) = (2) / 0,3%	Assiette fiscale effective	15%	630	15%	630
(9) = (7) + (8)	Assiette fiscale potentielle	40%	1 720	20%	860
(10) = (9) × 0,3%	Recettes fiscales potentielles		5,160		2,580

Compte tenu du volume total de transactions, qui est considérable, il est surprenant que la TTF-F n'ait rapporté « que » 1,9 milliards d'euros en 2022. Bien qu'il y ait une grande opacité sur les transactions boursières (auxquels d'ailleurs il faudrait remédier), sur la base d'hypothèses raisonnables, on peut s'étonner que cette taxe ne rapporte pas plus. Nous avons volontairement considéré des hypothèses très prudentes et une fourchette large. Mais d'après ces hypothèses, on pourrait espérer entre 2,5 et 5 milliards d'euros de recettes totales (contre un peu moins de 2 milliards aujourd'hui).

2.4. Les enjeux du dispositif de collecte

Les questions autour du dispositif de collecte de la TTF-F sont certes techniques, mais loin d'être anodines. Les modalités de recouvrement peuvent avoir des conséquences importantes sur les modalités de taxation et les recettes fiscales potentielles.

La première préoccupation tient au caractère auto-déclaratoire du dispositif. C'est aux prestataires de services d'investissement de renseigner eux-mêmes le montant des transactions réalisées et de définir si celles-ci rentrent dans le champ des exemptions. Cela soulève bien sûr quelques inquiétudes, et les nombreux scandales financiers récents (comme celui lié au Libor) doivent nous inciter à la prudence.

Ce dispositif basé sur les déclarations des prestataires de services d'investissement n'est viable que si des contrôles très réguliers sont organisés. Or, comme le révèle la Cour des comptes, très peu de contrôles semblent avoir été effectués par Euroclear : « *Le contrôle des déclarations et du recouvrement de la taxe sur les transactions financières est insuffisant : d'une part, l'administration ne connaît pas l'ensemble des transactions assujetties à la taxe ; d'autre part, le contrôle se heurte à de nombreuses difficultés juridiques et techniques. Euroclear France, en dépit de sa fonction de dépositaire central, n'a pas connaissance de l'ensemble des transactions potentiellement assujetties à la taxe. (...) La faiblesse des contrôles actuels appelle de nouvelles actions de la part de l'administration visant notamment une amélioration des échanges d'informations entre les services gestionnaires.* »

La lutte contre la fraude fiscale est pourtant une priorité nationale, comme l'atteste le lancement du Conseil d'évaluation des fraudes fin 2023 : c'est un enjeu majeur de souveraineté, de redressement des comptes publics et de cohésion sociale. Malheureusement, sous prétexte de confidentialité, aucune information n'est disponible sur le nombre et la nature des contrôles.

Les modalités de collecte pèsent en outre sur les modalités de taxation. Euroclear, en tant que dépositaire central, a toute l'information sur les transferts de propriété, mais n'a pas les données exhaustives sur les transactions intra-journalières. Si l'on veut étendre le dispositif pour améliorer la collecte et la rendre plus juste, Euroclear n'est alors pas l'organisme le mieux placé.

2.5. Confier à la DGFIP le recouvrement de la TTF-F

Nous proposons de confier la collecte de la TTF en France à la DGFIP, avec l'appui de l'AMF. Ce changement permettrait de centraliser le dispositif de collecte de l'impôt, d'homogénéiser les bonnes pratiques et de réaliser des synergies avec l'activité de régulation. Cela permettrait également d'améliorer l'efficacité du recouvrement et d'augmenter ainsi les recettes fiscales.

Combien pourrait-on attendre d'une amélioration du dispositif de collecte ? Cette question est bien sûr délicate dans la mesure où nous n'avons qu'un accès très limité aux données.

En effet, la DGFIP (direction générale des Finances publiques) devrait être directement impliquée dans la collecte de la TTF-F dans un souci d'unification de la collecte des impôts, dans la logique du rapport Gardette de 2019 sur la réforme du recouvrement fiscal et social. Ce rapport propose en particulier d'unifier le recouvrement fiscal autour de la DGFIP. L'objectif est de gagner en efficacité et d'améliorer les contrôles, alors que la Cour des comptes [2017, op. cit.] déplore « *l'insuffisance des contrôles administratifs* »

Comme on l'a vu, si la collecte a été confiée à une société privée, en l'occurrence Euroclear, cela a été vraisemblablement par manque de temps pour trouver une solution technique satisfaisante. Mais, entre-temps, l'AMF s'est doté d'un puissant outil informatique (ICY) lui permettant d'avoir des informations sur toutes les transactions réalisées sur les actions françaises, quel que soit le lieu d'exécution. Une collaboration entre la DGFIP et l'AMF serait un gage parfait d'expertise, de fiabilité et d'indépendance.

Deux remarques méritent d'être apportées qui vont dans le sens d'une centralisation de la collecte. La première est que la Direction des Grandes Entreprises au sein de la DGFIP est directement chargée du recouvrement d'une partie – certes infimes – de la taxe qui ne passe par Euroclear. La seconde est que ce n'est pas Euroclear qui est chargée de la collecte de la taxe

sur les ordres annulés mais bien directement la DGFIP. D'après le Bulletin Officiel des Finances Publiques³⁵, « la taxe est déclarée, liquidée et acquittée sur l'annexe n°3310 A (CERFA n°10960)³⁶ ».

- **L'AMF dispose déjà de l'infrastructure informatique nécessaire à la collecte des données et les synergies seraient donc importantes**

L'AMF collecte des données très détaillées sur les transactions financières, dans le cadre de son activité de surveillance des marchés. L'AMF dispose en effet, grâce au reporting des transactions imposé par MIF 2 aux entreprises d'investissements de toutes les transactions réalisées sur les actions françaises (« données RDT-TREM »). Comme le rappelle la Cour des comptes, l'AMF a dû consentir de lourds investissements informatiques pour faire face cette croissance des données à traiter et à l'essor de nouveaux marchés. L'AMF s'est ainsi dotée d'une nouvelle plateforme, ICY. L'AMF se félicite elle-même de la qualité des nouvelles données collectées : « *L'ensemble de ces données constitue une véritable mine d'information qui permet à l'AMF de mieux détecter les abus de marché et autres comportements frauduleux. La nouvelle plateforme permettra d'accéder rapidement et efficacement à des volumétries plus importantes d'information pour analyser l'activité d'intervenants de marché qui ont un recours croissant aux technologies* ». ³⁷ Dans un environnement de marché qui ne cesse d'évoluer, l'AMF doit en permanence faire progresser son dispositif informatique. C'est le sens du projet ICData lancé depuis 2021 et qui doit aboutir à meilleure centralisation des informations.

Ces investissements et cette expertise sont précieux. Il y a de réelles synergies dans la mission de surveillance des transactions boursières réalisées par l'AMF et les contrôles que nécessitent le recouvrement de la TTF. En effet, cela repose essentiellement sur la collecte des données de transaction. Dans son rapport 2022, l'AMF affiche elle-même sa volonté de « *maximiser l'utilisation [de son] capital 'données'* ».

- **Les nouvelles missions de l'AMF doivent s'accompagner d'une augmentation de ces moyens humains et financiers**

Le rapport de la Cour de comptes du 18 janvier 2024 souligne la forte augmentation des missions de l'AMF (« *ses tâches sont plus importantes dans un environnement plus complexe* ») et la faiblesse des moyens humains et financiers (« *des moyens de l'AMF limités par rapport à certains homologues européens* »). Il s'agit de « *mettre en cohérence les moyens de l'AMF avec ses missions* » et donc de prévoir une hausse de son budget et de son plafond d'emploi. Ce dernier est seulement de 520 ETPT en 2024, ce qui bien moins que ces homologues européens. On compte ainsi, d'après la Cour des comptes (en 2020-21), 660 personnes pour la Consob en Italie, 675 pour l'AMF aux Pays-Bas, 938 pour le CSSF au Luxembourg, et 2786 pour la Bafin en Allemagne (qui a toutefois un champ d'action plus large). La Cour des comptes recommande ainsi d'augmenter les effectifs (recommandation n°1). Sa conclusion est très claire sur ce point : « *il est désormais nécessaire que l'AMF finalise*

³⁵ <https://bofip.impots.gouv.fr/bofip/7581-PGP.html/identifiant=BOI-TCA-FIN-20-20150204>

³⁶ https://www.impots.gouv.fr/sites/default/files/formulaires/3310-a-sd/2024/3310-a-sd_4717.pdf

³⁷ <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/actualites/icy-la-nouvelle-plateforme-de-surveillance-de-lamf-est-operationnelle>

la modernisation de ses outils informatiques et qu'elle dispose des moyens humains et financiers suffisants ».

- **Une petite part de la collecte de la TTF-F suffirait à augmenter les ressources propres de l'AMF**

L'AMF, qui est une autorité publique indépendante (article L 621-1 du code monétaire et financier), bénéficie de ressources propres, même si celles-ci doivent être approuvées par le Parlement. Comme le rappelle la Cour des comptes, *« l'AMF est dotée de ressources propres, et perçoit des contributions versées par les prestataires de services d'investissement, les sociétés gérant les infrastructures de marchés et les émetteurs. L'AMF est toutefois limitée dans le niveau de ses ressources puisque leur taux comme le plafond au-delà duquel les sommes sont reversées au budget général font l'objet d'une décision du pouvoir exécutif et d'un vote par le Parlement ».*

Le budget de l'AMF est ainsi alimenté par des contributions spécifiques auprès des entreprises d'investissement et des établissements de crédit, auprès des émetteurs, et auprès des actionnaires pour certaines opérations sur titres. Les règles qui régissent ces contributions sont très variées, avec des dispositifs de collecte, des taux et des assiettes différentes selon les cas. Les articles D. 621-27 à D. 621-30 du code monétaire et financier précisent les montants et les taux de ces droits et contributions dus à l'AMF ainsi que les modalités de paiement.³⁸

A titre d'exemples :

- la contribution dans le cadre des activités de gestion de portefeuille pour le compte de tiers est fonction de l'encours, avec un taux de 0,0085 pour mille ;
- pour les émetteurs français dont les titres de capital sont admis aux négociations sur un marché réglementé, la contribution est forfaitaire et de 450 000 € si la capitalisation boursière est supérieure à 50 milliards d'euros ;
- la contribution est de 0,30 pour mille dans le cadre d'une offre publique, qui s'ajoute à un droit fixe de 10 000 €.

En 2022, le produit d'exploitation de l'AMF s'élève à environ 130 millions d'euros (plus de la moitié payée par la gestion d'actif, le reste assis sur la capitalisation boursière, les opérations sur titre, l'activité des services d'investissement et les infrastructures de marché).

Il serait tout à fait légitime que les investisseurs paient, eux aussi, leur tribut au frais de fonctionnement de l'AMF. Si le recouvrement de la TTF était réalisé par l'AMF, une part (à définir) servirait à assurer le financement de ses missions, le reste étant comme pour les autres contributions reversées au Trésor.

Le dispositif que nous proposons ici n'est pas unique ; c'est celui en vigueur aux États-Unis. Bien que la TTF fédérale ait été abolie en 1966, et celle de l'État de New York en 1981, les États-Unis conservent une forme de TTF, quoique pour un montant minime. En effet, la Section 31 de loi de 1934 instituant la *Securities Exchange Commission* (SEC) énonce que le budget du gendarme boursier américain soit financé par une commission sur les ventes d'actions. Le taux est très faible, et il change fréquemment pour s'ajuster aux conditions de marché. En 2023, par

³⁸ <https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2024-01/2024-guide-des-contributions-vf4.pdf>

exemple, il équivalait à 8\$ pour un million de dollars d'actions échangés (contre 13\$ cinq ans plus tôt).

- **Confier le recouvrement de la TTF à la DGFIP, avec l'appui de l'AMF, faciliterait les modifications éventuelles du dispositif**

La TTF, telle qu'elle est en vigueur en France aujourd'hui porte uniquement sur les transferts de propriété, à un taux unique. Comme on l'a vu, on peut envisager de moduler le taux en fonction du lieu de transaction (marché réglementé ou non), de l'empreinte écologique ou de la durée de détention. En confiant à l'AMF, autorité publique indépendante, le recouvrement de la TTF-F, on s'offre la possibilité de faire évoluer le dispositif de TTF. Les éventuels changements seraient en effet certainement mis en œuvre avec plus de facilité, par rapport à la situation actuelle où le recouvrement de la TTF-F est réalisé par Euroclear, qui est une société privée, filiale d'un groupe multinational basé à l'étranger.

3. Quelles pistes d'amélioration ?

3.1. Favoriser la transparence

Modifier le dispositif de collecte permettrait de gagner en efficacité et d'améliorer le recouvrement. Cela aurait aussi pour effet de favoriser la transparence, ce qui est pourtant un point fondamental.

- **La transparence dans la collecte des impôts est essentielle pour assurer l'équité et l'efficacité du système fiscal, renforcer la confiance publique et la démocratie**

La TTF est un sujet toujours sensible et hautement symbolique dans les débats économiques et politiques. La TTF touche directement aux marchés financiers, un pilier central de l'économie. Sa mise en œuvre affecte une multitude d'acteurs, des grandes institutions financières aux investisseurs individuels, et soulève des questions sur la souveraineté nationale dans la régulation des marchés globaux. Les discussions autour de la TTF se trouvent souvent à l'intersection d'intérêts économiques puissants, de principes de justice sociale, et de la recherche d'une stabilité financière globale, rendant toute proposition de TTF sujette à des débats intenses sous la pression de lobbys influents. La TTF est d'ailleurs souvent perçue comme un moyen de faire payer leur juste part aux acteurs des marchés financiers, considérés comme ayant bénéficié de manière disproportionnée de l'économie globale, notamment en période de crise. Dans ce sens, la taxe est vue comme un outil de redistribution des richesses, symbolisant un effort pour équilibrer les inégalités économiques croissantes à l'échelle mondiale. En visant à décourager les transactions spéculatives de court terme, la TTF incarne également l'idée qu'il est possible et nécessaire de mettre en place des mécanismes de contrôle sur des marchés financiers de plus en plus rapides et interconnectés. La TTF illustre aussi les défis de gouvernance mondiale dans une économie interdépendante, soulignant les tensions entre souveraineté nationale et nécessité d'action collective. La TTF est donc bien plus qu'une

simple mesure fiscale ; elle incarne des enjeux de justice sociale, de stabilité économique, et de gouvernance.

La collecte des impôts est au cœur du contrat social entre l'État et le citoyen. La transparence dans la collecte des impôts est cruciale pour plusieurs raisons fondamentales qui touchent à l'efficacité, à la justice, et à la confiance dans le système fiscal et, plus largement, dans la gouvernance d'un pays. La transparence permet aux citoyens de comprendre comment leurs impôts sont collectés, et calculés. Cela aide à construire et maintenir la confiance dans les institutions fiscales et gouvernementales. Lorsque les contribuables sont informés et convaincus que le système est juste et que leurs fonds sont utilisés de manière responsable, ils sont plus enclins à se conformer volontairement aux obligations fiscales. Une collecte transparente des impôts aide, en outre, à garantir que tous les individus et entreprises sont traités équitablement par le système fiscal. Cela signifie que des règles claires et cohérentes sont appliquées uniformément, réduisant les possibilités d'évasion et de fraude fiscales. La transparence permet également d'identifier et de corriger les inégalités et les failles dans le système fiscal. La transparence dans la collecte des impôts oblige aussi les autorités fiscales à être plus efficaces, responsables et réactives face aux préoccupations des contribuables. Elle facilite le suivi et l'évaluation des politiques fiscales, permettant des ajustements basés sur des données probantes pour optimiser la collecte et l'utilisation des recettes fiscales. Enfin, la transparence fiscale est un pilier essentiel de la gouvernance démocratique. Elle permet aux citoyens de participer plus activement aux débats publics concernant les priorités budgétaires.

- **Les rapports d'Euroclear devraient être publics**

Euroclear est tenu de transmettre, chaque mois, un rapport à la DGFIP. Les membres d'Euroclear France sont tenus d'envoyer chaque mois une déclaration pour le paiement de la TTF-F ; cette déclaration inclut le montant des transactions taxables, mais également celles qui sont exonérées, ainsi que le montant des transactions intra-journalières. Ces informations seraient précieuses pour avoir une meilleure connaissance du fonctionnement des marchés.

Ces rapports ne comportent a priori aucune donnée confidentielle ; il ne s'agit que d'informations agrégées sans données à caractère personnel. Il est donc regrettable que sur un sujet aussi important pour la citoyenneté que la collecte de l'impôt, ces informations ne puissent être librement consultables.

Pourtant, comme le rappelle la Cnil, « avec l'adoption de la loi pour une République numérique du 7 octobre 2016, l'objectif de transparence, qui a présidé à l'adoption de la loi du 17 juillet 1978, consacre désormais le passage d'une logique de communication ponctuelle des documents administratifs, à une logique d'ouverture par défaut des informations détenues par les administrations, afin d'en permettre l'exploitation et la valorisation par les bénéficiaires du droit d'accès ».³⁹

Les dispositions sur le droit d'accès aux documents administratifs sont codifiées au livre III du code des relations entre le public et l'administration (CRPA). Il est notamment stipulé dans les Articles L. 300-2 et L. 300-3 du CRPA que les obligations de communication concernent tous les documents administratifs, quelle que soit leur forme, y compris donc les rapports, comptes

³⁹ <https://www.cnil.fr/sites/cnil/files/atoms/files/guide-open-data.pdf>

rendus et les données. Il est également précisé que cela ne concerne pas uniquement les documents détenus par l'État, mais aussi ceux détenus par les personnes de droit privé si celle-ci assure une mission d'intérêt général sous le contrôle de l'administration, ce qui est le cas en l'espère d'Euroclear France.

Le CRPA prévoit des obligations légales de publication, soit sur demande (Article L. 311-9), soit par défaut (Articles L. 312-1-1 et L. 312-1-3). Cette dernière modalité concerne notamment les données mises à jour de façon régulière et qui présente un intérêt économique, social, sanitaire ou environnemental. Les rapports d'Euroclear rentrent clairement dans le cas.

Le CRPA prévoit bien sur des exemptions pour certaines informations « sensibles ». Ces exemptions sont définies dans les Articles L. 311-5 et L. 311-6 du CRPA comme celles pouvant porter atteinte au secret des délibérations du Gouvernement et des autorités responsables relevant du pouvoir exécutif ; au secret de la défense nationale ; à la conduite de la politique extérieure de la France ; à la sûreté de l'État, à la sécurité publique, à la sécurité des personnes ou à la sécurité des systèmes d'information des administrations ; à la monnaie et au crédit public ; au déroulement des procédures engagées devant les juridictions ou d'opérations préliminaires à de telles procédures, sauf autorisation donnée par l'autorité compétente ; à la recherche et à la prévention, par les services compétents, d'infractions de toute nature. Les rapports d'Euroclear à la DGFIP ne rentrent dans aucune de ces catégories. Dans tous les cas, les informations qui entrent dans le champ d'application des articles L. 311-5 ou L. 311-6 du même code peuvent être rendue publics après avoir fait l'objet d'un traitement permettant d'occulter ces mentions.

Recommandation n°1. Mettre en ligne les rapports d'Euroclear sur la collecte de la TTF-F

- **Favoriser l'accès aux données sur les marchés boursiers**

A l'ère des données massives, l'accès aux données est devenu un enjeu très important – en particulier pour ce qui est des marchés boursiers. Mais avec la multiplication des plateformes de transactions, il est en pratique très difficile d'avoir une vision complète des transactions financières. C'est d'ailleurs la raison qui a poussé la Commission européenne à imposer une centralisation de l'information ce qui s'est traduit par la construction de la base de données « RDT-TREM ». Cette base de données très riche (et coûteuse) est toutefois sous-exploitée ; elle est notamment inaccessible aux chercheurs.

Plusieurs solutions peuvent être envisagées pour améliorer facilement la situation. La première est une mise à disposition des données directement par l'AMF, à l'image par exemple de ce qu'a pu faire la Banque de France (BdF) en 2016. La BdF dispose en effet d'une mine d'informations sur les banques, les entreprises, les ménages qui n'était quasiment pas exploitée, mais qu'elle met désormais à disposition des chercheurs, sous certaines conditions bien sûr et après instruction des dossiers de demande par la BdF. En particulier, les données sont anonymisées de sorte qu'il ne soit pas possible d'identifier les personnes. Les données ont dans un premier temps été accessibles depuis les locaux de la BdF, via l'*open data room*. La seconde solution consiste à passer par le Centre d'Accès Sécurisé aux Données (CASD)⁴⁰ qui permet un

⁴⁰ Le CASD est un groupement d'intérêt public rassemblant l'État représenté par INSEE, le GENES, le CNRS, l'École polytechnique, HEC Paris et la Banque de France créé par arrêté interministériel du 29 décembre 2018. <https://www.casd.eu/le-centre-dacces-securise-aux-donnees-casd/gouvernance-et-missions/>

accès hautement sécurisé et à distance. C'est d'ailleurs la solution qu'a finalement retenue la BdF depuis 2022. Les demandes d'accès s'effectuent sur un portail centralisé : *Confidential Data Access Portail* (CDAP, portail d'accès à des données confidentielles).⁴¹

Cette politique de transparence est très générale et s'inscrit dans la démarche de l'État en faveur des données ouvertes (*open data*). Cette démarche a été initiée en 2012, avec la création d'Étalaab. L'ambition a depuis toujours été répétée. D'abord en 2016 avec la loi pour une République numérique du 7 octobre 2016. Puis de nouveau en 2021, le gouvernement a rappelé que cela figurait comme un axe stratégique de modernisation de l'action publique. Il est explicitement mentionné dans la « feuille de route »⁴² que l'objectif est de « *faciliter le travail des chercheurs en simplifiant leur accès aux données publiques* » et de « *maintenir la France à l'avant-garde mondiale en matière d'exploitation de ses données publiques* ».

Recommandation n°2. Ouvrir l'accès des données de l'AMF aux chercheurs

3.2. Améliorer le dispositif de collecte de la TTF-F

Comme on a pu le voir, le dispositif de collecte de la TTF-F a été décidé un peu en urgence. La collecte a ainsi été confiée au groupe Euroclear. La Cour des comptes soulignait déjà en 2017 le manque de contrôles. Il y aurait tout à gagner à confier désormais le recouvrement de la TTF-F à la DGFIP, avec l'appui de l'AMF qui dispose désormais de toutes les informations sur les transactions.

Recommandation n°3. Confier la collecte de la TTF-F à la DGFIP, avec l'appui de l'AMF (et augmenter ces moyens humains et financiers en conséquence).

Impact financier : La question financière est ici secondaire. On peut toutefois espérer une plus grande efficacité de la collecte, davantage de contrôles et finalement plus de recettes. Comme on l'a montré dans cette note, les recettes fiscales sont nettement inférieures à ce que l'on pourrait attendre a priori, sur la base d'hypothèses raisonnables.

3.3. Augmenter le taux nominal de la TTF-F

L'option la plus simple pour augmenter les recettes fiscales de la TTF-F est d'augmenter le taux nominal.⁴³ Celui-ci a déjà été augmenté deux fois : une première fois avant sa mise en œuvre, pour passer de 0,1% à 0,2% ; puis en 2017 pour être augmenté à 0,3%.

Nous avons récemment mené une étude sur l'effet de l'augmentation du taux en 2017.⁴⁴ En utilisant la méthode économétrique des double-différences, et un échantillon témoin

⁴¹ On retrouve d'ailleurs des stratégies similaires un peu partout : par exemple, la Banque d'Angleterre considère l'ouverture de ses données comme un axe stratégique et l'Allemagne a adopté un programme d'accès sécurisé aux données bancaires.

⁴² <https://www.transformation.gouv.fr/ministre/actualite/le-gouvernement-poursuit-son-engagement-pour-une-politique-ambitieuse-douverture>

⁴³ Il est important de souligner que les taux nominaux sont souvent trompeurs et reflètent très mal la contrainte fiscale. Tout dépend en effet de l'assiette retenue – ou plus exactement des exemptions accordées. Dans le cas de la TTF-F, le taux d'imposition effectif (ou « implicite ») est à 3 à 4 fois plus faible que le taux nominal [CAPELLE-BLANCARD, 2023, op. cit.].

⁴⁴ CAPELLE-BLANCARD G. et E. KHEMAKHEM [2023], « The French Securities Transaction Tax Revisited », *Working Paper*.

d'entreprises non-soumises à la TTF-F, nous montrons qu'il n'y a eu aucun effet dommageable sur le marché boursier.

Il est déjà lors envisageable d'augmenter le taux de la TTF, surtout sachant qu'au Royaume-Uni, le taux nominal en vigueur est de 0,5%. En pratique, cette augmentation du taux est très simple à mettre en œuvre : cela demande la modification d'une seule ligne dans l'Article 235 ter ZD du Code général des impôts.

Recommandation n°4. Aligner le taux nominal de la TTF-F sur celui du *stamp duty* britannique, soit faire passer le taux de 0,3% à 0,5%.

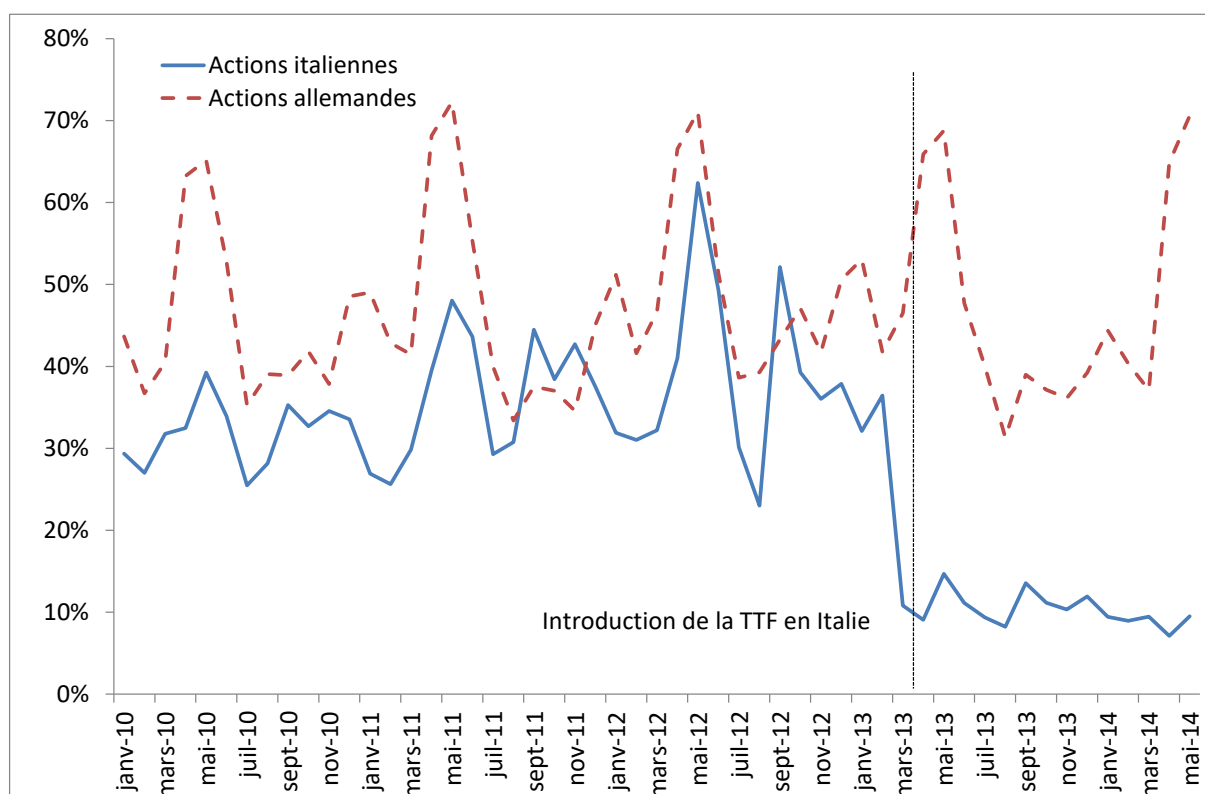
Impact financier : On peut considérer que le passage d'un taux nominal de 0,3% à 0,5% augmente proportionnellement les recettes fiscales. En 2022, la TTF-F a rapporté un peu moins de 2 milliards d'euros et on peut donc estimer l'augmentation des recettes, dans l'état actuel des marchés, à environ 1 milliard d'euros par an.

Plutôt qu'augmenter le taux, il est possible de le moduler. Il pourrait être intéressant, pour favoriser la transparence des marchés, d'envisager des taux différenciés en fonction de la plateforme sur laquelle la transaction a lieu, avec un taux plus faible si la transaction a lieu sur un marché réglementé. C'est ce qui se pratique en Italie (0,1% sur les marchés réglementés et le double autrement). C'est le cas aussi en Corée du Sud où le taux en 2023 est de 0,1% sur le *Korea New Exchange* (KONEX), de 0,20% sur le *Korea Stock Exchange* (KSE) et de 0,35% sur le *Korean Securities Dealers Automated Quotations* (KOSDAQ).

Outre une augmentation des recettes fiscales, ce dispositif inciterait les acteurs à faire migrer leurs transactions vers des plateformes plus transparentes et sûres. En effet, depuis la directive MIF, on a assisté en Europe à une très forte fragmentation des marchés. Alors que jusqu'en 2007 toutes les transactions sur actions françaises, par exemple, étaient centralisées à la Bourse de Paris (Euronex), il existe aujourd'hui des centaines de plateformes : certaines d'entre elles sont réglementées (comme les bourses historiques et les MTF, *multilateral trading facility*), d'autres sont beaucoup plus opaques (comme les *dark pools*). Cela représente un véritable défi pour le régulateur.

En Italie, l'introduction d'une taxe au taux différencié a conduit à une baisse significative des transactions de gré-à-gré (dite OTC pour *over-the-counter*). La part de marché de l'OTC est en effet passé de 30% à seulement 10% des échanges, alors que dans le même temps, la part de marché de l'OTC en Allemagne (considéré comme l'échantillon témoin) est resté stable comme le montre la Figure 4 ci-dessous.⁴⁵

⁴⁵ CAPELLE-BLANCARD G. [2017], « Curbing the Growth of Stock Trading? Order-To-Trade Ratios and Financial Transaction Tax », *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 49, p. 48-73.

Figure 43. La baisse de la part de marchés de l'OTC en Italie

Source : CAPELLE-BLANCARD [2017, op. cit.]. Les données sont issues des Monthly Market Share Reports de Thomson-Reuters.

Recommandation n°5. Adopter un taux nominal plus élevé pour les transactions qui sont réalisées en dehors des marchés réglementés.

Impact financier : En supposant que le marché OTC représente 10% des échanges (après mise en œuvre du dispositif), et sur la base d'une assiette de 630 milliards d'euros, doublé le taux actuel de la TTF-F pour les transactions OTC rapporterait $630\,000 \times 10\% \times (0,3\% \times 2) = 378$ millions d'euros supplémentaires. Rappelons que cette mesure a surtout pour objectif de faire migrer les transactions vers des plateformes réglementées.

On peut aussi envisager de moduler le taux en fonction d'autres critères que le lieu d'exécution. Ainsi par exemple, on peut envisager un taux décroissant en fonction de la durée de détention du titre par l'investisseur.

3.4. Elargir l'assiette de la TTF-F

L'augmentation des recettes fiscales peut aussi passer par un élargissement de l'assiette. Nous ne discuterons pas ici de la possibilité d'étendre la TTF à d'autres instruments financiers, notamment aux produits dérivés⁴⁶ ou aux transactions de change. Nous nous focaliserons

⁴⁶ Les transactions sur produits dérivés sont taxées à Taïwan et Italie, pour des montants toutefois modestes. En Corée du Sud, une TTF a été envisagée, mais le gouvernement a finalement décidé en 2016 de taxer les gains en capital réalisées sur les produits dérivés. Cela s'est traduit par une légère baisse de l'activité, essentiellement celle des particuliers, sans qu'il y ait d'impact sur la liquidité du marché. Voir CAPELLE-BLANCARD G. et

uniquement sur les actions et l'amélioration du dispositif actuel. Nous ne remettons pas en cause non plus les exemptions prévues par l'Article 235 Ter ZD et qui semblent justifiées.

Le principal problème de la TTF-F concerne l'exclusion, de fait, des transactions intra-journalières, et notamment du HFT. Deux possibilités sont envisageables.

La première option consisterait à modifier le deuxième volet de la TTF-F sur le HFT. Les modalités d'application sont fixées par décret et sont donc facilement changeables. La Cour des comptes [op. cit.] livrait un constat très négatif, déplorant que « *les activités les plus spéculatives ne sont de facto pas taxées* » : « *La taxation du trading haute fréquence, activité particulièrement spéculative, a, quant à elle, un rendement nul. Plusieurs explications peuvent être avancées, comme la fixation du seuil de taxation à un niveau élevé, ou l'exonération des activités de tenue de marché qui représentent l'essentiel des opérations à haute fréquence. Mais, quelle que soit la pertinence de chacune de ces explications, la limitation du champ de la taxe aux seules opérations réalisées par des « entreprises exploitées en France » permet d'échapper à la taxe en déplaçant les transactions à l'étranger. La taxe n'a donc pas permis de faire disparaître les opérations « nocives » qu'elle visait ; elle les a seulement déplacées dans d'autres pays.* »

Comme on l'a mentionné plus haut, la taxe n'est due que si la proportion d'ordres annulés ou modifiés dépasse 80% au cours d'une même journée. Ce seuil est particulièrement élevé et se justifie mal économiquement. Et pourquoi le principe d'émission ne s'appliquerait qu'aux transferts de propriété et pas aux ordres annulés ? Ajoutons qu'il n'y a pas à craindre pour la liquidité du marché, sachant que les activités de tenue de marché ne sont pas redevables de la taxe. Il semble n'y avoir donc pas de risques particuliers à expérimenter un abaissement du seuil à – disons – 50% et à élargir le deuxième volet de la TTF-F sur le HFT aux intermédiaires financiers exerçant leurs activités en dehors de France.

Impact financier : En raison de l'opacité complète autour du HFT, on ne peut estimer les recettes fiscales lié à un abaissement du seuil. L'objectif ici n'est toutefois pas uniquement fiscal, mais réglementaire.

Recommandation n°6. Renforcer les modalités d'application de la taxe sur les opérations à haute fréquence.

La seconde option est à la fois plus simple et plus ambitieuse : il s'agirait tout simplement d'inclure toutes les transactions dans un seul et même dispositif. Aujourd'hui, pour ce qui est des actions, le premier volet de la TTF-F ne porte que sur les transferts de propriété, alors que le deuxième volet (rappelons-le, inopérant) était censé s'attaquer au HFT. Il est tout à fait possible de fusionner ces deux volets en un seul, en renonçant à limiter le premier aux transferts de propriété. Pour cela, le fait générateur de la taxe ne devrait plus être le transfert de propriété, mais la transaction elle-même. Le système serait bien plus cohérent qu'il ne l'est actuellement avec cette dichotomie fâcheuse entre les transactions journalières et intra-journalières, contraire à l'essence même de la TTF-F. Là encore, cela ne pose pas de problème pour la liquidité et le

E. KHEMAKHEM [2023], « The Impact of the Capital Gains Tax on the Korean Derivatives Market », *Working Paper*. Sur les possibilités pratiques, voir PERSAUD A. [2014], « Taxing Transactions in Financial Derivatives: Problems and Solutions », *Intelligence Capital*, September.

bon fonctionnement des marchés puisqu'il n'est pas ici question de revenir sur les exemptions, notamment celle qui exonère les activités de tenue de marché (*cf.* figure 1).

Sur le plan technique, la taxation de toutes les transactions suppose de disposer d'une information fiable sur les opérations boursières, y compris celles réalisées sur les plateformes de négociation alternatives. Cet obstacle n'a rien d'insurmontable. Le problème de la mesure de l'assiette se pose toujours lorsqu'il s'agit de lever un nouvel impôt. De la même manière que le cadastre a été instauré pour fournir de base à la collecte des impôts locaux, la TTF peut être un moyen d'y voir plus clair dans le maquis des marchés financiers aujourd'hui.

Impact financier : Là encore, le manque de transparence nuit à l'estimation des recettes potentielles. On peut toutefois réunir quelques hypothèses, volontairement très conservatrices (*cf.* tableau 1). En faisant l'hypothèse que le HFT représente la moitié des transactions, et que celui disparaît complètement après la réforme, et en supposant que les exemptions représentent 10% du volume actuel, les recettes fiscales pourraient s'élever à plus de 5 milliards d'euros par an.

Recommandation n°7. Harmoniser le dispositif pour inclure toutes les transactions (hormis celles explicitement exemptées).

Conclusion

En guise de conclusion, nous récapitulons ici les recommandations qui découlent des analyses précédentes.

- Sur la transparence

Recommandation n°1. Mettre en ligne les rapports d'Euroclear sur la collecte de la TTF-F. En vertu de l'article L. 312-1 du CRPA, la publication de documents administratifs détenus par les personnes privées agissant dans le cadre d'une mission de service public est une obligation légale.

Recommandation n°2. Ouvrir l'accès des données de l'AMF aux chercheurs. À l'ère des données massives, l'accès aux données est devenu un enjeu crucial. L'AMF dispose de bases de données très riches, qui pourrait être mieux exploitées via le portail hautement sécurisé CASD.

- Sur les modalités de recouvrement

Recommandation n°3. Confier la collecte de la TTF-F à la DGFIP, avec l'appui de l'AMF (et augmenter ces moyens humains et financiers en conséquence). Le recouvrement de la TTF-F est aujourd'hui confié à Euroclear France, une société privée en dont la maison-mère a son siège social en Belgique. Confier la collecte à la DGFIP s'inscrit dans une logique d'unification de la collecte des impôts. Cela favoriserait les contrôles, permettrait des synergies avec les activités de régulation de l'AMF, et faciliterait les modifications éventuelles du dispositif.

- Sur le taux et l'assiette

Recommandation n°4. Aligner le taux nominal de la TTF-F sur celui du *stamp duty* britannique. Le taux nominal de la TTF-F était initialement, en 2012, de 0,2%. Il a été augmenté à 0,3% en 2017, sans qu'il n'y ait d'impact dommageable sur la qualité des marchés. Au Royaume-Uni, le taux nominal en vigueur est de 0,5%.

Recommandation n°5. Adopter un taux nominal plus élevé pour les transactions qui sont réalisées en dehors des marchés réglementés. Ce dispositif, qui s'applique déjà dans d'autres pays (Italie, Corée du Sud), inciter les acteurs à faire migrer leurs transactions vers des plateformes plus transparentes et sûres.

Recommandation n°6. Renforcer les modalités d'application de la taxe sur les opérations à haute fréquence. Ces modalités sont actuellement si peu contraignantes que le rendement de cette taxe est nul. En particulier, il n'y a aucune raison de limiter le champ de la taxe aux entreprises localisées en France, alors que ce n'est pas le cas pour l'autre volet de la TTF-F sur les transactions journalières.

Recommandation n°7. Harmoniser le dispositif pour inclure toutes les transactions (hormis celles explicitement exemptées). Plutôt que d'avoir deux volets distincts pour la taxation des transferts de propriété et pour le HFT, en oubliant au passage les transactions intra-journalières, il serait souhaitable d'uniformiser le dispositif, dans un souci à la fois d'équité et d'efficacité.

Compléments

1. Le patrimoine des français

Les ménages français ont une forte propension à épargner, avec un taux d'épargne autour de 20% (de leur revenu disponible brut), ce qui les classe dans le peloton de tête des pays de l'OCDE. D'après l'Insee, en 2021, le patrimoine net des ménages (c'est-à-dire déduction faite de leurs emprunts) est en moyenne de 274 000 €, avec une médiane à 125 000 € ; il est supérieur à un million d'euros pour 5% des ménages, et supérieur à 2 millions pour 1% des ménages. Le patrimoine total des ménages est composé pratiquement aux deux tiers par de l'immobilier (plus de la moitié des ménages sont propriétaires de leur résidence principale), et le patrimoine financier ne représente qu'un cinquième du total. La concentration est très forte, particulièrement pour le patrimoine financier : les 10% les mieux dotés détiennent 64% du patrimoine financier, et les 1% en détiennent 25%.

En 2021, alors que 84% des ménages vivant en France détenait un livret d'épargne défiscalisé (livret A, LDDS, etc.), et 40% de l'assurance-vie, seule 17% détenait des valeurs mobilières, contre 20% en 2010. Le taux de détention varie fortement selon la catégorie socio-professionnelle pour atteindre, 30% chez les cadres et les professions libérales. Il varie aussi évidemment avec la richesse : les deux tiers des ménages avec un patrimoine supérieur à 2 millions d'euros détiennent des valeurs mobilières.

2. Sociétés dont les titres sont soumis à la taxe sur les transactions financières (TTF-F) en 2024

La liste des sociétés dont l'achat de titres est soumis à la TTF-F est mis à jour chaque année : elle inclut les sociétés dont le siège social est en France et la capitalisation boursière est supérieure à un milliard d'euros au 1er décembre de l'année précédente. En 2024, 121 sociétés sont concernées :

Accor Hotels ; Adp ; Air France - KLM ; Air Liquide ; Alstom ; Altarea ; Alten ; Amundi ; Antin infra Partn ; Argan ; Arkema ; Axa ; Ayvens (ex Ald) ; Believe ; Bic ; Biomerieux ; Bnp Paribas ; Bolloré ; Bouygues ; Bureau Veritas ; Cambodge Nom. ; CapGemini ; Carmila ; Carrefour ; Christian Dior ; Coface ; Colas ; Covivio ; Covivio Hotels ; Credit Agricole ; Danone ; Dassault Aviation ; Dassault Systemes ; Edenred ; Eiffage ; Elis ; Engie ; Eramet ; EssilorLuxottica ; Eurazeo ; Eutelsat Com. ; Exclusive Networks ; Financiere Artois ; Financiere Moncey ; Financiere Odet ; Fonciere Lyonnaise ; Forvia (ex Faurecia) ; Francaise des jeux ; Gecina Nom. ; Getlink ; GTT ; Hermes ; Icade ; ID Logistics ; Imerys ; Interparfums ; Ipsen ; Ipsos ; Jc Decaux Sa. ; Kering ; Klepierre ; L'oreal ; Lagardere ; Ldc ; Lectra ; Legrand SA ; Lisi ; Lvmh ; Maurel Et Prom ; Metropole Tv ; Michelin ; Neoen ; Nexans ; OPmobility (ex Plastic Omnium) ; Orange ; OVH ; Pernod Ricard ; Peugeot Invest ; Publicis Groupe ; Ramsay Generale De Sante ; Remy Cointreau ; Renault ; Rexel ; Robertet ; Rubis ; Safran ; Saint Gobain ; Sanofi ; Sartorius Stedim Biotech ; Schneider Electric ; Scor ; Seb ; Sii ; Societe Generale ; Sodexo ; Soitec Silicon ; Sopra Steria Group ; Spie ; STEF ; Teleperformance ; TF1 ; Thales ; Tikehau Capital ; TotalEnergies ; Trigano ; Ubisoft Entertainment ; Unibail Rodamco Westfield ; Unibel ; Valeo ; Vallourec ; Veolia Environ. ; Verallia ; Vetoquinol ; Vicat ; Vinci ; Virbac ; Vivendi ; Voltalia ; VusionGroup ; Wendel Invest. ; Worldline.

3. Projets de loi sur l'extension de la TTF française depuis 2012

- Proposition de loi n°1145 visant à élargir l'assiette de la taxe sur les transactions financières
 - 8 juin 2023. Retiré par son auteur
- Projet de Loi de finances pour 2017 (N°4016)
 - 16 déc. 2016, Amendement 665 adopté par l'Assemblée nationale en lecture définitive
 - 13 déc. 2016, Rejet de l'Article 11bis par la Commission des finances de l'Assemblée

- 13 oct. 2016, Amendement I-239 adopté par l'Assemblée nationale
- 12 oct. 2016, Amendement I-83 adopté par l'Assemblée nationale
- Projet de Loi de finances pour 2016 (N°3096)
 - 29 déc. 2015, Censure du Conseil constitutionnel
 - 11 déc. 2015, Article 8 quater adopté par l'Assemblée nationale en lecture définitive
 - 23 nov. 2015, Article 8 quater retiré par le Sénat
 - 16 oct. 2015, Amendement adopté en 1^{ère} lecture par l'Assemblée nationale
 - 7 oct. 2015, Amendement CF284A adopté par la Commission des finances de l'Assemblée
- Projet de Loi de finances rectificative pour 2014 (N°2353)
 - 26 nov. 2014, Amendement CF228 non soutenu
- Projet de Loi de finances rectificative pour 2014 (N°2024)
 - 23 juin 2014, Amendement N°286 rejeté par l'Assemblée nationale
- Projet de Loi de finances pour 2014 (N°1395)
 - 27 nov. 2013, Amendement retiré par le Sénat
 - 8 oct. 2013, Amendement I-CF503 adopté par l'Assemblée nationale

4. Too much trading ?

Dans la littérature traditionnelle, la question de l'utilité des transactions ne se pose guère : si les individus échangent, c'est qu'ils y trouvent intérêt. Simple, mais efficace comme raisonnement. S'interroger sur le bien-fondé de certains échanges c'est, au fond, remettre en cause le postulat de la rationalité. Or, justement, de plus en plus de travaux en finance comportementale – et non des moindres – soulignent l'importance des biais psychologiques dans les prises de décisions.

Pour Richard Thaler, Professeur à l'Université de Chicago et lauréat du prix Nobel d'économie en 2017, la question des volumes de transaction est « *peut-être le fait le plus embarrassant pour le paradigme financier standard* ». ⁴⁷ Pour Andrei Shleifer, Professeur à l'Université d'Harvard et lauréat de la prestigieuse médaille John Bates Clark, la question « *pourquoi les investisseurs échangent-ils autant entre eux ?* » est à placer en tête de l'ordre du jour des recherches en finance. ⁴⁸ Il n'est toutefois guère aisé de montrer empiriquement que les investisseurs échangent « trop », sachant qu'il est difficile de définir quel serait le « bon » niveau. Cela demande donc aux chercheurs d'adopter, comme nous allons le voir, des approches souvent astucieuses.

Une des raisons la plus souvent avancée pour expliquer pourquoi les investisseurs réalisent tant de transactions repose sur l'excès de confiance. L'excès de confiance est un des biais cognitifs les mieux établis et il est très largement partagé. Entre autres, Terrance Odean et Brad Barber, Professeurs à l'Université de Californie à Berkeley, ont réussi de manière très convaincante à montrer que ce biais se traduit par davantage de prise de risque et par des transactions excessives. Leur idée est simplement de comparer le gain moyen des investisseurs classés des plus actifs aux moins actifs. Et il ressort de leurs travaux ⁴⁹ que ceux qui changent le plus souvent de titres ne réalisent pas pour autant de meilleures performances ; en revanche, cela leur coûte davantage en frais de transaction. Au final, cela se traduit pour eux par un gain net qui est inférieur aux autres (de l'ordre -6% par an), ce qui est bien la preuve

⁴⁷ DEBONDT W., et R. THALER [1995], « Financial Decision-Making in Markets and Firms: A Behavioral Perspective », *Handbooks in operations research and management science*, 9, p. 385-410.

⁴⁸ SHLEIFER A. [2000], *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioural Finance*, Oxford University Press, Oxford.

⁴⁹ Voir, entre autres, ODEAN T. [1998], « Volume, Volatility, Price, and Profit When All Traders Are Above Average », *Journal of Finance*, 53, p. 1887-1934; ODEAN T. [1999], « Do Investors Trade Too Much? », *American Economic Review*, 89(5), p. 1279-1298; BARBER B.M., et T. ODEAN [2000], « Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors », *Journal of Finance*, 55, p. 773-806 ; GLASER M., et M. WEBER [2007], « Overconfidence and Trading Volume », *Geneva Risk and Insurance Review*, 32, p. 1-36 ; BARBER B.M., Y.-T. LEE, Y.-J. LIU, T. ODEAN [2009], « Just How Much Do Individual Investors Lose by Trading? » *Review of Financial Studies*, 22, p. 609-32.

que ces investisseurs réalisent trop de transactions. Cet excès de confiance est d'ailleurs très lié au genre et pour les hommes, qui réalisent en moyenne beaucoup plus de transactions que les femmes, les performances sont significativement moins bonnes que pour les femmes.⁵⁰ C'est aussi le cas pour les investisseurs les moins expérimentés.⁵¹ Au final, 97% de ce que l'on appelle les « *day-traders* » sont susceptibles de perdre de l'argent.⁵²

Une autre façon assez astucieuse de montrer l'excès de transaction consiste à identifier certaines « anomalies » dans les volumes échangés. Si on arrive à trouver des actions qui suscitent un net intérêt des investisseurs sans que cela n'ait à voir, d'une façon ou d'une autre, avec les perspectives de profits futurs des entreprises, alors il est raisonnable de considérer de tels échanges comme excessifs. Parmi ces facteurs « anormaux » qui influent sur le montant des transactions, on trouve par exemple la localisation du siège social des entreprises⁵³ ou l'ordre alphabétique du nom des entreprises⁵⁴. Ceci n'a évidemment pas d'explication rationnelle. Plusieurs études académiques montrent également que les transactions sont moins nombreuses lors des vacances ou lorsque l'attention des investisseurs particuliers se porte sur d'autres événements sensationnels. Cette baisse des volumes s'accompagne en outre d'une baisse de la volatilité.⁵⁵

Au fond, tout cela n'est guère surprenant. Dans les enquêtes, les investisseurs individuels – appelons-les des « boursicoteurs » – admettent aisément que leurs transactions ne sont pas forcément motivées par des raisons financières.⁵⁶ Parmi les raisons non-pécuniaires, on distingue : les aspects récréatifs, la recherche de sensation, et l'aspiration à la richesse.⁵⁷

Pour certains, le fait de gérer soi-même son portefeuille n'est pas une corvée, mais un joyeux passe-temps. Le sentiment d'accomplissement qui en découle est assez semblable à celui qui anime, par exemple, quelqu'un qui décide de faire soi-même quelques travaux plutôt que d'engager un entrepreneur. Et il est alors probable que ces boursicoteurs, qui prennent tout simplement plaisir à réaliser des transactions, échangent plus que ce qui serait nécessaire d'un point de vue financier. De plus, le trading récréatif peut booster l'estime de personnes qui peuvent se targuer de réaliser, de temps à autre, quelques plus-values. Le trading récréatif peut également être une façon pour les investisseurs de socialiser, lorsqu'ils sont membres d'un club d'investissement, ou qu'ils participent à des forums de discussion.

Il semble aussi que le nombre élevé de transactions soit associé à une recherche de sensations. Pour certains particuliers, le trading participe à leur quête – souvent inconsciente – de stimuli. La volatilité d'un portefeuille, les possibilités de gains ou de pertes extrêmes, et le fait de réaliser de nombreuses transactions leur procurent une décharge d'adrénaline assez similaire à celle provoquée par les jeux d'argent. Mark Grinblatt et Matti Keloharju, Professeurs à UCLA et à l'Université Aalto, ont adopté une démarche très originale pour tenter d'apprécier ces effets. Ils ont collecté une large base de données sur

⁵⁰ BARBER B.M., et T. ODEAN [2001], « Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment », *Quarterly Journal of Economics*, 116, p. 261-292.

⁵¹ GRINBLATT M., et M. KELOHARJU [2000], « The Investment Behavior and Performance of Various Investor Types: A Study of Finland's Unique Data Set », *Journal of Financial Economics*, 55, p. 43-67 ; CHRISTOFFERSEN S. et S. SARKISSIAN [2011], « The Demographics of Fund Turnover », *Journal of Financial Intermediation*, 20(3), p. 414-440.

⁵² BARBER B.M., Y.-T. LEE, Y.-J. LIU, T. ODEAN et K. ZHANG [2020], « Learning, Fast or Slow », *Review of Asset Pricing Studies*, 10(1), p. 61-93.

⁵³ FROOT K., et E. DABORA [1999], « How Are Stock Prices Affected by the Location of Trade? », *Journal of Financial Economics*, 53(2), p. 189-216.

⁵⁴ ITZKOWITZ J., J. ITZKOWITZ et S. ROTHBORT [2016], « ABCs of Trading: Behavioral Biases Affect Stock Turnover and Value », *Review of Finance*, 20(2), p. 663-692.

⁵⁵ PERESS J., et D. SCHMIDT [2020], « Glued to the TV: Distracted Noise Traders and Stock Market Liquidity », *Journal of Finance*, 75, p. 1083-1133.

⁵⁶ DHAR R., et W.N. GOETZMANN [2006], « Bubble Investors: What Were They Thinking? » *Yale ICF Working Paper*, No. 06-22.

⁵⁷ DORN D. et P. SENGMEULLER [2009], « Trading as Entertainment? » *Management Science*, 55(4), p. 591-603.

les investisseurs particuliers finlandais, avec des données précises non seulement sur leur portefeuille et leur stratégie d'investissement, mais également sur les amendes pour excès de vitesse. Le lien ? Et bien, dans les deux cas on retrouve un mélange d'excès de confiance, d'agressivité et de goût pour les sensations. Empiriquement, les auteurs montrent que les individus qui ont le plus d'amendes pour excès de vitesse sont aussi ceux qui réalisent le plus de transactions.⁵⁸

Enfin, bien sûr, une source de motivation importante est l'aspiration à la richesse, avec le rêve, potentiellement, de « changer de vie ». Les individus n'aiment pas trop, en général, prendre des risques, mais lorsqu'il s'agit de petites mises de fonds, la plupart sont plutôt joueurs comme en témoigne le succès des loteries nationales. On retrouve cette aspiration à faire fortune rapidement chez de nombreux investisseurs particuliers.⁵⁹ Plusieurs études empiriques ont mis en évidence un attrait particulier pour les placements dont les caractéristiques en termes de rentabilité et de risque sont proches de celles des loteries, avec des gains potentiellement très élevés mais très peu probables. Les investisseurs qui sélectionnent ce type de titres ont tendance à adopter des stratégies très agressives et à réaliser de nombreuses transactions.

Il y a clairement des similitudes entre les paris, les jeux d'argent et le trading. Pour certains individus, acheter une action dans l'unique espoir que son prix augmente, remplir une grille de loto en espérant obtenir les bons numéros, ou miser sur la victoire de telle ou telle équipe de foot par deux buts d'écart ne fait guère de différence. Les études empiriques montrent clairement que ces activités sont des substituts pour bon nombre d'investisseurs.⁶⁰ Les transactions financières réalisées par les particuliers sont mondes les semaines où les jackpots des loteries mises en jeu sont élevés ; et cette baisse concerne surtout les titres les plus risqués.⁶¹

D'après l'Autorité Nationale des Jeux, en France, on compte entre 2 et 3 millions de parieurs actifs et ce – qui est devenu un – marché est en plein essor. Il ne s'agit toutefois pas d'un loisir comme un autre. À l'évidence, celui-ci comporte des risques de dérives. En particulier, les jeux d'argent provoquent souvent des problèmes d'addiction. Et le trading en ligne ne semble pas y échapper. Il semble en effet qu'une part significative des investisseurs individuels sur les marchés financiers (autour de 5%) présentent des symptômes de trading compulsif.⁶² Certains psychologues n'hésitent pas à parler de troubles de comportement (« *trading disorder* ») et leur pathologie est comparable à celle qui touche les parieurs invétérés.⁶³

Les risques associés aux jeux d'argent expliquent d'ailleurs pourquoi les paris ont longtemps été un monopole public. En France, ils ont été libéralisés en 2010, mais le marché des jeux de hasard reste fortement encadré, avec notamment une fiscalité particulière. Les sites de paris sportifs en lignes sont ainsi redevables d'une taxe de 7,5% du montant parié ; cette taxe est, au fond, très similaire à une taxe sur les transactions financières. Pourquoi appliquer un tel prélèvement sur les paris sportifs et pas sur les marchés boursiers ?

La comparaison entre les marchés financiers et les jeux de hasard ne date d'ailleurs pas d'hier. Ce sujet faisait déjà l'objet de vifs débats au début du siècle dernier ; Wall Street était alors surnommé le

⁵⁸ GRINBLATT M., et M. KELOHARJU [2009], « Sensation Seeking, Overconfidence, and Trading Activity », *Journal of Finance*, 64(2), p. 549-578.

⁵⁹ STATMAN M. [2002], « Lottery players / stock traders », *Financial Analysts Journal*, 58(1), p. 14-21.

⁶⁰ KUMAR A. [2009], « Who Gambles in the Stock Market? », *Journal of Finance*, 64, p. 1889-1933.

⁶¹ DORN A.J., D. DORN et P. SENGMEULLER [2014], « Trading as Gambling? », *Management Science*, 61(10), p. 2281-2547 ; GAO X., et T.-C. LIN [2015], « Do Individual Investors Treat Trading as a Fun and Exciting Gambling Activity? Evidence from Repeated Natural Experiments », *Review of Financial Studies*, 28(7), p. 2128-2166.

⁶² COX R., A. KAMOLSAREERATANA et R. KOUWENBERG [2020], « Compulsive Gambling in the Financial Markets: Evidence from Two Investor Surveys », *Journal of Banking & Finance*, 111.

⁶³ GRALL-BRONNEC M., A. SAUVAGET, C. BOUTIN, S. BULTEAU, S. JIMÉNEZ-MURCIA, F. FERNÁNDEZ-ARANDACE, G. CHALLET-BOUJU et J. CAILLON [2017], « Excessive Trading, a Gambling Disorder in Its Own Right? A Case Study on a French Disordered Gamblers Cohort », *Addictive Behaviors*, 64, p. 340-348.

« Monte-Carlo américain ». ⁶⁴ John Maynard Keynes lui-même redoutait que la Bourse finisse par ne devenir qu'un casino géant : « *Les spéculateurs sont inoffensifs aussi longtemps qu'ils ne sont qu'autant de bulles à la surface du flot régulier de l'esprit d'entreprise. La situation devient cependant sérieuse quand c'est l'esprit d'entreprise qui se transforme en une simple bulle à la surface d'un tourbillon spéculatif. Quand la fructification du capital d'une nation se transforme en sous-produit de l'activité d'un casino, le travail est rarement bien fait* » Et de poursuivre « *Il est généralement admis que les casinos doivent, dans l'intérêt du public être inaccessibles et coûteux. Et il en va peut-être de même pour les Bourses...* ». ⁶⁵

Le mélange des genres entre paris en ligne et spéculation s'est renforcé ces dernières années avec un phénomène de « gamification » de la finance. Ce processus a commencé dans les années 1990-2000 quand les médias, accompagnant les mutations en cours, on fait de la finance un véritable show, avec ses héros, ses *success story*, ses codes, ses modes, le tout rythmé par des records en pagaille. Comme le soulignent Gordon L. Clark, Nigel Thrift et Adam Tickell « *la finance, c'est aussi une série ininterrompue d'histoires quotidiennes, qui sortent des pages roses de journaux respectables et (...) qui sont de plus en plus dominées par la cacophonie des voix, des images et des événements diffusés par la télévision et les services de données en ligne en temps réel. La finance est devenue un événement médiatique, avec ses journalistes à bout de souffle et ses présentateurs vedettes qui se rapprochent plus souvent d'Entertainment Tonight ou même (à la limite) de MTV* ». ⁶⁶

Mais c'est vraiment dans les années 2010 que des mécanismes semblables à ceux du jeu ont été intégrés à l'univers de la finance – comme d'ailleurs, avant cela, dans les domaines de la santé et du fitness ou de l'éducation. L'ambition affichée est de « démocratiser » les marchés avec la promesse d'offrir à tous la possibilité de gérer au mieux ses finances, voire de gagner beaucoup d'argent. Mais l'objectif est surtout d'attirer un nouveau public, en particulier les plus jeunes. Ceci profite à de nouvelles plateformes de trading, comme le courtier en ligne américain Robinhood, créé en 2013, qui prétend faciliter l'investissement pour tous (« *Investing for Everyone* »). Robinhood compte plus d'une dizaine de millions d'utilisateurs, principalement des « millennials » (ou « génération Y », qui désigne les personnes nées entre le début des années 1980 et la fin des années 1990). Le succès de ce genre plateformes, outre une interface bien rodée, est l'absence de commissions. Sauf que le trading en ligne n'échappe pas au fameux adage « *si c'est gratuit, c'est vous le produit* ». Une part très importante du chiffre d'affaires de Robinhood vient en effet des informations sur le flux d'ordres de ses clients que la plateforme revend à d'autres intermédiaires financiers.

Ces évolutions ne sont pas non plus sans conséquences sur la valorisation des titres. Ainsi, les « actions-mêmes » font-elles fureur ces dernières années. Ce fut le cas, par exemple, pour les actions de l'exploitant de cinéma AMC Entertainment, ou les fabricants de téléphones tombés en désuétude, Blackberry et Nokia. Sous l'impulsion des réseaux sociaux, ces actions sont soudainement devenues très prisées des investisseurs individuels. Ces campagnes de soutien, souvent orchestrées sur Reddit, empruntent au marketing viral et peuvent au fond s'apparenter à des bulles, voire à des manipulations de cours. L'exemple en date le plus célèbre est bien sûr celui de GameStop qui a défrayé la chronique début 2021.

L'engouement récent pour le trading a bien sûr été amplifié par la pandémie de Covid-19 et les mesures de confinements. Bloquées chez eux, en manque de distraction, de nombreuses personnes se sont tournées vers le trading en ligne. L'AMF rapporte ainsi les investisseurs individuels ont plus que doublé leur activité en mars 2020 lors du premier confinement. Et depuis, le nombre d'investisseurs s'est

⁶⁴ LAPP J.A. [1909], « Stock Gambling », *American Political Science Review*, 3(4), p. 566-568.

⁶⁵ KEYNES J.M. [1936], *General Theory of Employment, Interest Rates and Money*, NY: Harcourt Brace & World. Trad. française, Petite Bibliothèque Payot, n°139 [1971].

⁶⁶ CLARK G.L., N. THRIFT et A. TICKELL [2004], « Performing Finance: The Industry, the Media and Its Image », *Review of International Political Economy*, 11(2), p. 289-310.

maintenu avec plus de 2,5 millions de particuliers actifs. Parmi eux, on note une part importante de nouveaux investisseurs et un rajeunissement, qui profite surtout aux courtiers en ligne.

On pourrait se réjouir de ce regain d'intérêt pour la Bourse, s'il n'était pas signe que la Bourse s'apparente de plus en plus à un casino, où les plateformes de trading rivalisent d'ingéniosité pour pousser les investisseurs à réaliser toujours plus de transactions.

5. TTF et coût du capital

La plupart des approches théoriques qui examinent l'effet de la liquidité sur le coût du capital des entreprises prennent comme point de départ un modèle simple de valorisation des entreprises où le prix des actions est égal à la valeur actualisée des flux futurs. L'intuition générale est très simple : le prix que les investisseurs sont prêts à payer dépend de ce qu'ils espèrent gagner. Dans le cas d'une action, le prix dépend donc des dividendes à venir et du prix de revente, qui lui-même dépend des dividendes futurs, le tout diminué des coûts de transaction. En outre, il faut tenir compte du fait que les individus ont une nette préférence pour le présent (« le temps, c'est de l'argent ») : à choisir, on préférera en général recevoir 100 euros maintenant que dans un an.

Pour faire simple, considérons tout d'abord un horizon de placement d'un an, tous les flux ayant lieu en fin de période. Dans ce cas, le prix aujourd'hui P_0 sera égal à la somme du dividende D_1 et du prix dans un an P_1 , actualisé au taux d'intérêt r , qui représente la rentabilité nette pour l'actionnaire. Il faut aussi tenir compte des coûts de transaction, C_1 – dont éventuellement la TTF. On obtient alors l'équation suivante : $P_0 = (D_1 + P_1 - C_1)/(1 + r)$, qui peut finalement se réécrire :

$$r = \underbrace{\frac{P_1 - P_0}{P_0}}_{\text{Taux de plus-value}} + \underbrace{\frac{D_1}{P_0}}_{\text{Taux de rendement}} - \underbrace{\frac{C_1}{P_0}}_{\text{Coûts de transaction}}$$

Rentabilité brute
Rentabilité nette

Cette équation permet de bien décomposer les éléments qui influent sur la rémunération des actionnaires et le coût des capitaux propres de l'entreprise. Si on néglige les coûts de transaction, la rentabilité des actionnaires est égale au coût des capitaux propres de l'entreprise. Sinon, la rémunération pour les actionnaires correspond à la rentabilité *nette*, égale à la somme de la plus-value espérée et du rendement sous forme de dividendes, auquel il faut retrancher les coûts de transaction, tandis que le coût des capitaux propres pour l'entreprise correspond, à la rentabilité *brute*, qui est égale à la rentabilité nette auquel il faut ajouter les coûts de transaction.

Ce modèle fait bien apparaître que les coûts de transaction diminuent la rentabilité pour les actionnaires et augmentent le coût des capitaux propres des entreprises.⁶⁷ Toutefois, dans cette approche, l'horizon de placement de l'investisseur est supposé fixe et ne tient pas compte du nombre de transactions. Or, ce qui importe ce ne sont pas les coûts unitaires, mais le montant total des coûts de transaction qui est égal au coût unitaire, c , multiplié par le nombre de titres échangés, n , soit $C_1 = c \times n$.

Pour rendre compte du nombre de transactions, on peut augmenter le nombre de périodes⁶⁸, ou simplement considérer l'équation précédente non pas au niveau d'un titre, mais pour un portefeuille donné, avec n la part des titres échangés à chaque période. Il apparaît clairement alors que le coût du capital augmente avec les coûts de transaction unitaire, mais aussi avec le nombre de transaction. Or, la

⁶⁷ Voir, par exemple, FOUCAULT T. [2006], « Liquidité, coût du capital et organisation de la négociation des valeurs boursières », *Revue d'Economie Financière*, 82, p. 123-138 ; COLLIARD J.-E. [2018], « Les taxes sur les transactions financières : un outil dépassé ? » *Revue d'Economie Financière*, 131, p. 135-150.

⁶⁸ MATHESON T. [2011], « Taxing Financial Transactions: Issues and Evidence », *IMF Working Paper*, No. 2011/054.

TTF a un effet positif sur le premier, mais négatif sur le second, avec donc un effet global probablement faible.

6. Liquidité, investisseurs de long terme et performance des entreprises

Des financements abondants (en quantité mais aussi en qualité) profitent, certes, aux entreprises, et donc à l'économie. Mais une multiplication des transactions boursières ne signifie pas forcément plus de financements, ni même une plus grande liquidité des marchés. À vrai dire, nul ne peut dire quel serait le « bon » volume de transactions ; mais plus ne rime pas forcément avec mieux.⁶⁹

Les entreprises les plus innovantes lèvent des fonds sur les marchés pour financer des projets généralement très coûteux, et qui s'inscrivent sur le long terme ; il faut souvent attendre plus d'une dizaine d'années avant que l'entreprise ne dégagne des profits. Dans ces conditions, on comprend aisément l'intérêt du marché secondaire. Sans la possibilité de se défaire de leurs titres, il y a fort à parier que les investisseurs seraient très réticents à financer les entreprises sur le marché primaire.

Mais reconnaissons que les marchés boursiers sont aujourd'hui très liquides. Depuis les années 1970, au niveau mondial, tandis que le PIB a été multiplié par 15 et la capitalisation boursière par 50, le montant des transactions boursières a été multiplié par plus de 500 ! Ainsi, en cinquante ans, le rapport du montant total des transactions boursières sur le PIB est passé de 5 % à 200 %.⁷⁰

Il ne fait aucun doute que la liquidité des marchés joue un rôle important sur la capacité des entreprises à lever des fonds, et donc sur le coût du capital. Mais, ce n'est pas tant la liquidité que le risque de liquidité qui importe.⁷¹ Qui plus est, répétons-le, l'augmentation des transactions n'est pas synonyme d'une meilleure liquidité. Ce qui impacte le coût du capital, c'est l'ensemble des coûts de transaction à venir ; or ce total est lui-même dépendant du nombre de transactions réalisées. La TTF augmente certes le coût unitaire des transactions, mais il diminue aussi la fréquence des transactions pour un résultat global qui est a priori indéterminé, dépendant de nombreux facteurs.

Par ailleurs, la liquidité peut se révéler être une arme à double tranchant pour les entreprises. Comme le faisait déjà remarquer Keynes, la Bourse « réévalue tous les jours un grand nombre d'investissements, et ses réévaluations fournissent aux individus (mais non à la communauté dans son ensemble) des occasions fréquentes de réviser leurs engagements. C'est comme si un fermier, après avoir tapoté son baromètre au repas du matin, pouvait décider entre dix et onze heures de retirer son capital de l'exploitation agricole, puis envisager plus tard dans la semaine de l'y investir de nouveau. » [op. cit.] Ou, comme le disent Ivar Ekeland et Jean-Charles Rochet : « la liquidité, c'est le contraire de la responsabilité : si les affaires vont mal, je reprends mon argent et je m'en vais ». ⁷²

Quelques travaux théoriques⁷³ mettent ainsi en avant un coût caché de la liquidité pour les entreprises : sur des marchés très liquides, les incitations des actionnaires à exercer le contrôle des sociétés qu'ils détiennent est moindre. L'intuition générale est au fond très simple : pour reprendre l'approche d'Albert O. Hirschman, plus la sortie (*exit*) est aisée, moins les incitations à se faire entendre (*voice*)

⁶⁹ Adair Turner, président de la FSA (l'autorité de surveillance britannique des marchés financiers) avait en 2009 provoqué un tollé à la City en qualifiant certaines activités financières de « socialement inutiles ».

⁷⁰ Répétons-le, mais ces ratios sont des ordres de grandeur car il est devenu très difficile aujourd'hui, avec le développement des multiples plateformes de trading de mesurer le montant total des transactions.

⁷¹ CHORDIA T., A. SUBRAHMANYAM et V.R. ANSHUMAN [2001], « Trading Activity And Expected Stock Returns », *Journal of Financial Economics*, 59(1), p. 3-32.

⁷² EKELAND I. et J.-Ch. ROCHET [2020], *Il faut taxer la spéculation financière*, Odile Jacob, Paris.

⁷³ COFFEE J. [1991], « Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor », *Columbia Law Review*, 91(6), p. 1277-1368 ; Bhide A. [1993], « The Hidden Costs of Stock Market Liquidity », *Journal of Financial Economics*, 34, p. 31-35.

sont fortes.⁷⁴ Or, il semblerait que la libéralisation financière ait surtout favorisé la liquidité au détriment des investisseurs qui s'impliquent activement dans la gouvernance des entreprises.

Une enquête auprès de dirigeants montre l'effet négatif du court-termisme pour les entreprises⁷⁵ : les deux tiers des répondants considèrent que la pression des résultats à court terme a augmenté ces dernières années ; la moitié d'entre eux ont un horizon stratégique inférieur à 3 ans, alors que les trois-quarts reconnaissent que cet horizon devrait être de plus de 3 ans ; plus de 85% considèrent enfin qu'un horizon plus long permettrait à l'entreprise d'être plus innovante et d'améliorer ses performances financières. À l'inverse, pour de nombreux praticiens, la clé d'un investissement réussi réside dans l'horizon de placement. Parmi les plus connus, Warren Buffett s'est fait le chantre des placements à long terme : « *N'achetez que ce que vous seriez parfaitement heureux de conserver si le marché s'arrêtait de fonctionner pendant 10 ans* », ou bien « *J'achète en partant du principe qu'ils pourraient fermer le marché le lendemain et ne pas le rouvrir pendant cinq ans* ».

De nombreuses études empiriques en finance d'entreprise sont venues confirmer ces intuitions et montrent clairement l'impact positif de la présence d'actionnaires de long terme dans le capital des entreprises cotées. En particulier, la myopie des investisseurs (mesurée par une large proportion d'investisseurs avec un taux de rotation élevée) est associée à des comportements court-termistes, qui se traduisent par une diminution de la R&D⁷⁶, une mauvaise évaluation des investissements⁷⁷, une amplification des chocs sur les prix⁷⁸, ou une tendance à prendre plus de risque⁷⁹.

Cela peut d'ailleurs expliquer l'engouement autour du *private equity* plus à même d'accompagner des entreprises innovantes sur un temps plus long. Empiriquement, il semblerait que les entreprises cotées investissent moins que les entreprises similaires mais non-cotées⁸⁰. On observe en tout cas (figure ci-dessous) que le nombre d'entreprises cotées aux États-Unis a diminué de moitié entre 1997 et 2012⁸¹. Ce phénomène avait été prédit dès 1989 par Michael Jensen qui parlait à ce propos d'une « *éclipse des entreprises cotées* »⁸². Wall Street ne fait décidément plus rêver les entrepreneurs américains.

On se retrouve donc dans une situation assez paradoxale où, parallèlement à l'augmentation des transactions boursières, le nombre d'actionnaires et le nombre d'entreprises cotées tendent à diminuer. Le fossé ne cesse de se creuser entre l'atonie du marché primaire et l'hyper activité du marché secondaire.

Pour remédier à cela, Patrick Bolton, Professeur à la Columbia Business School, et Frédéric Samama, Responsable des investissements chez Amundi, proposent une solution originale qui consiste à de mettre

⁷⁴ HIRSCHMAN A.O. [1991], *The Rhetoric of Reaction: Perversity, Futility, and Jeopardy*, Harvard University Press.

⁷⁵ BARTON D., et M. WISEMAN [2014], Focusing Capital on the Long Term, *Harvard Business Review*, Jan.-Feb.

⁷⁶ BUSHEE, B. [1998], « The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior », *Accounting Review*, 73(3), p. 305-333 ; AGHION Ph., J. VAN REENEN et L. ZINGALES [2013], « Innovation and Institutional Ownership », *American Economic Review*, 103(1), p. 277-304 ; CREMERS M., A. PAREEK et Z. SAUTNER [2020], « Short-Term Investors, Long-Term Investments, and Firm Value », *SSRN Working Paper*.

⁷⁷ DERRIEN F., A. KECSKÉS et D. THESMAR [2013], « Investor Horizons and Corporate Policies », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(6), p. 1755-1780.

⁷⁸ CELLA C., A. ELLUL et M. GIANNETTI [2013], « Investors' Horizons and the Amplification of Market Shocks », *Review of Financial Studies*, 26(7), p. 1607-1648.

⁷⁹ GAREL A., et A. PETIT-ROMEY [2017], « Bank Capital in the Crisis: It's Not Just How Much You Have but Who Provides It », *Journal of Banking & Finance*, 75, p. 152-166.

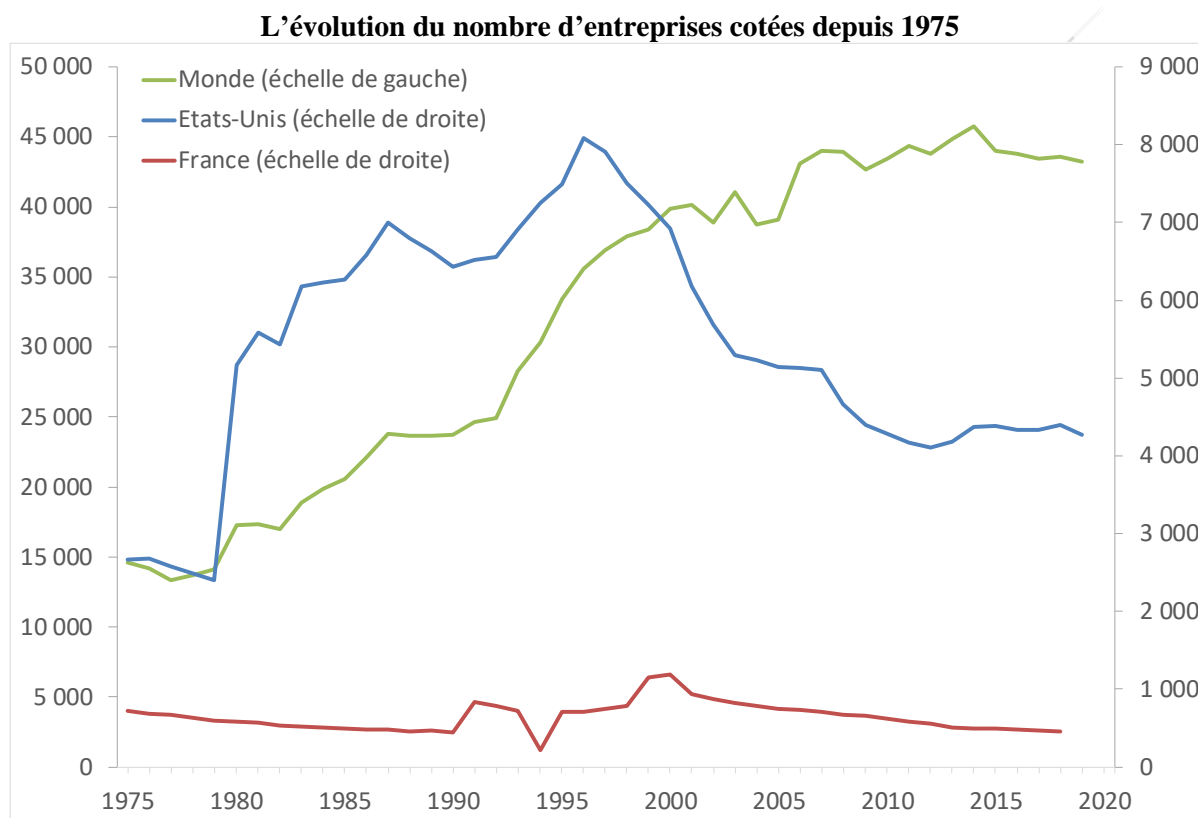
⁸⁰ ASKER J., J. FARRE-MENSA et A. LJUNGQVIST [2014], « Corporate Investment and Stock Market Listing: A Puzzle? », *The Review of Financial Studies*, 28 (2), p. 342-390.

⁸¹ DOIDGE C., G.A. KAROLYI et R.M. STULZ [2017], « The U.S. Listing Gap », *Journal of Financial Economics*, 123, p. 464-487 ; KAHLE K.M, et R.M. STULZ [2017], Is the U.S. Public Corporation in Trouble? », *Journal of Economic Perspectives*, 31(3), p. 67-88.

⁸² JENSEN M.C. [1989], « Eclipse of the Public Corporation », *Harvard Business Review*, 67, p. 61-74.

en place des actions de fidélité (*loyalty shares*) pour récompenser les actionnaires qui détiennent plus longtemps leurs titres⁸³.

Une autre approche consisterait à se servir de la fiscalité pour favoriser la détention à long terme. On peut par exemple envisager de taxer les dividendes et/ou les plus-values à un taux dégressif qui dépendrait du temps de détention des titres : plus les investisseurs détiennent longtemps leurs actions, moins le taux serait élevé. Cette approche serait toutefois assez complexe à mettre en œuvre. Une autre solution, plus simple, consiste à introduire une TTF dont le taux est le même pour tous les investisseurs, ce qui revient à taxer plus lourdement ce qui réalisent le plus de transactions, autrement dit, ceux qui ont l'horizon de détention le plus court.



Source : Banque mondiale. Calculs : auteur.

⁸³ BOLTON P., et F. SAMAMA [2013], « Loyalty-Shares: Rewarding Long-term Investors », *Journal of Applied Corporate Finance*, 25(3), p. 38-49.