



COMMISSION EUROPÉENNE

Bruxelles, le 28.9.2011  
SEC(2011) 1103 final

**DOCUMENT DE TRAVAIL DES SERVICES DE LA COMMISSION**

**RÉSUMÉ DE L'ANALYSE D'IMPACT**

*Accompagnant le document*

**Proposition de directive du Conseil**

**établissant un système commun de taxe sur les transactions financières et modifiant la  
directive 2008/7/CE**

{COM(2011) 594 final}  
{SEC(2011) 1102 final}

## **Synthèse du rapport d'analyse d'impact concernant les «Instruments pour la taxation du secteur financier»**

### **1. INTRODUCTION**

Dans sa communication du 7 octobre 2010 intitulée «Taxation du secteur financier», la Commission a annoncé le lancement d'une analyse d'impact (AI) approfondie sur les possibilités de taxation du secteur financier, en vue de formuler des propositions d'action appropriées. La présente AI examine donc différents systèmes de taxation et précise les modalités adéquates d'une taxe sur les transactions financières (TTF) ainsi que l'incidence possible de cette dernière.

### **2. PROCEDURE ET CONSULTATION DES PARTIES INTERESSEES**

Comme l'exigent les lignes directrices concernant les analyses d'impact, toutes les parties intéressées ont été consultées dans le cadre de la présente AI. Cette analyse intègre également les résultats d'études externes ad hoc.

### **3. DEFINITION DU PROBLEME ET PRINCIPE DE SUBSIDIARITE**

#### **3.1. Définition du problème**

##### *Coût de la crise*

On entend souvent dire dans les débats publics que le secteur financier devrait supporter une part équitable du coût de la crise financière. Les États membres se sont engagés, à titre individuel, à soutenir le secteur à hauteur d'un montant total de 4 600 milliards d'euros (39 % du PIB de l'UE-27 en 2009). Cet engagement a aggravé l'état des finances publiques. Cette situation est difficilement tenable du point de vue budgétaire et fait peser une lourde charge sur les générations présentes et futures.

##### *Exonération de TVA des services financiers*

L'article 135, paragraphe 1, de la directive TVA prévoit une exonération de TVA pour la plupart des services financiers et des services d'assurance. Il ressort de l'analyse que cette exonération procure au secteur financier un avantage fiscal de l'ordre de 0,15 % du PIB, ce qui se traduit par un traitement préférentiel de ce secteur par rapport aux autres secteurs économiques ainsi que par des distorsions de prix.

##### *Défaillance du marché et risques systémiques dans le secteur financier*

La crise a été le résultat de l'interaction complexe entre des défaillances du marché, des déséquilibres financiers et monétaires mondiaux, une réglementation inadaptée ainsi qu'une faiblesse en matière de surveillance, notamment macroprudentielle. D'aucuns font valoir que les taxes pourraient servir à remédier à des problèmes tels que les garanties implicites ou explicites, la négociation automatisée (et plus généralement la recherche de rentes à court terme), la différence de traitement fiscal des emprunts et des fonds propres, les systèmes de rémunération excessive qui encouragent la prise de risque, les volumes importants de produits

dérivés complexes et l'existence de rentes économiques, qui se traduisent principalement par des majorations de salaire dans le secteur.

#### *Aspects relatifs au marché intérieur*

Au lendemain de la crise financière, les États membres ont réagi en imposant divers types de taxes et prélèvements au secteur financier. Ces mesures unilatérales pourraient entraîner des délocalisations et des distorsions de concurrence sur le marché unique, ce qui plaide en faveur d'une action davantage coordonnée. La coordination s'impose également en raison du risque de double imposition.

### **3.2. Droit d'action de l'UE et principe de subsidiarité**

Le droit d'action de l'UE dans le domaine des taxes sur le secteur financier découlerait des articles 113 et 115 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE). Les perturbations du marché intérieur qu'entraînerait l'action unilatérale des États membres dans ce domaine constituent la principale justification d'une action de l'UE. Douze États membres au moins ont introduit des prélèvements bancaires sur les établissements financiers, ou examinent la possibilité de le faire. Cette introduction non coordonnée de taxes sur le secteur financier se traduit par une fragmentation du marché financier de l'UE, fausse la concurrence et accroît le risque de délocalisation des activités financières tant au sein de l'Union qu'en dehors de celle-ci. Elle augmente également le risque de double imposition du secteur financier, qui entraverait alors l'exercice des libertés fondamentales protégées par le TFUE.

Force est donc de conclure que l'action de l'UE respecterait le principe de subsidiarité dans la mesure où les objectifs ne peuvent pas être atteints de manière suffisante par l'action des États membres et peuvent dès lors être mieux réalisés au niveau de l'Union.

## **4. OBJECTIFS**

Les objectifs généraux sont les suivants:

- générer des recettes et garantir une contribution fiscale adéquate du secteur financier;
- limiter les comportements indésirables sur les marchés et, partant, stabiliser ces derniers;
- assurer le fonctionnement du marché intérieur (éviter la double imposition et les distorsions de la concurrence).

<b>Problèmes généraux</b>	<b>Problèmes spécifiques</b>	<b>Objectifs généraux</b>	<b>Objectifs spécifiques</b>
Coûts de la crise (questions liées à l'assainissement budgétaire)  Avantage fiscal du secteur financier	Un soutien financier public massif et d'autres effets budgétaires de la crise ont rendu un assainissement budgétaire nécessaire	Génération de recettes  Contribution adéquate (juste et substantielle) du secteur financier	(1) Trouver de nouvelles sources de recettes
			(2) Récupérer les coûts de la récente crise financière
			(3) Couvrir le coût budgétaire d'éventuelles nouvelles crises

	Exonération de TVA des services financiers		financières
			(4) Compenser l'exonération de TVA des services financiers
Défaillance du marché et risques systémiques dans le secteur financier	(1) Comportements indésirables sur les marchés en raison d'une garantie implicite (aléa moral)	Limiter les comportements indésirables sur les marchés et, partant, stabiliser ces derniers	Réduire les incitations à une prise de risque excessive
	(2) Gestion et supervision défaillantes de la négociation automatisée		Prendre en compte les risques spécifiques que pose la négociation automatisée
	(3) Distorsion du choix emprunt-fonds propres: ratio d'endettement		Réduire l'endettement – ratio dettes/fonds propres
	(4) Systèmes de rémunération excessive des dirigeants d'entreprises favorisant la prise de risque		
	(5) Produits complexes et risque de contrepartie	Assurer le bon fonctionnement du marché intérieur grâce à la coordination des mesures à introduire	Éviter les distorsions dans l'UE, assurer l'efficacité des mesures et préserver les positions concurrentielles relatives au sein de l'UE
	(6) Rentes économiques		Éviter la double imposition

## 5. OPTIONS STRATEGIQUES

Les options stratégiques analysées dans l'AI [taxe sur les transactions financières (TTF) et taxe sur les activités financières (TAF)] sont évaluées au regard du scénario de départ.

Le scénario de départ est celui dans lequel aucune nouvelle taxe n'est créée. Il se caractérise par l'exonération de TVA du secteur financier, principale différence de traitement fiscal entre ce secteur et les autres secteurs économiques, par des niveaux élevés de rémunération des dirigeants dans le secteur financier, par les récentes mesures unilatérales des États membres visant à mettre en place des prélèvements bancaires et par un ensemble de taxes nationales frappant le secteur ou les transactions financières, par des risques de double imposition et par de nombreuses initiatives récentes visant à réglementer le secteur.

Ce scénario tient également compte de certaines mesures réglementaires visant le secteur financier qui sont actuellement proposées et qui contribuent également à la réalisation des objectifs exposés ci-dessus. Plus concrètement, l'AI prend comme hypothèse l'adoption des mesures réglementaires destinées à réduire le risque individuel et systémique dans le secteur financier par une augmentation de la capitalisation et des coussins de fonds propres tant pour

les établissements financiers que pour le système financier dans son ensemble. D'autres options, comme une réglementation supplémentaire, la suppression de l'exonération de TVA ou la prise en compte des différences fiscales entre les emprunts et les fonds propres par des modifications des systèmes d'imposition des sociétés n'ont pas été retenues, car elles ne permettent pas de remédier à un nombre suffisamment important de problèmes identifiés.

## **6. COMPARAISON DES OPTIONS STRATEGIQUES**

### **6.1. Générer des recettes et garantir une contribution fiscale adéquate du secteur financier**

*Trouver de nouvelles sources de recettes*

Les deux instruments fiscaux, la TTF et la TAF, pourraient constituer de nouvelles sources de recettes étant donné qu'ils sont susceptibles de générer d'importants montants de recettes fiscales pour les budgets publics. Toutefois, compte tenu du nombre de variables inconnues et de suppositions sur lesquelles se fondent les estimations, le potentiel de recettes réel est très incertain.

Pour la TAF, un taux de 5 % pourrait par exemple générer des recettes comprises entre 9,3 milliards et 30,3 milliards d'euros selon les hypothèses retenues en matière de délocalisation et les caractéristiques de la taxe.

Le potentiel de recettes de la TTF est encore plus important. Les estimations varient entre 16,4 milliards et 400 milliards d'euros en fonction des hypothèses retenues en matière de réduction du volume des transactions, de la gamme de produits couverte et des taux d'imposition (0,01 % pour la première estimation et 0,1 % pour la seconde). Les hypothèses en matière de délocalisation tiennent compte à la fois de la migration des transactions et de la diminution du volume d'activité, notamment en ce qui concerne les transactions à grande vitesse (*high speed trading*).

*Couvrir les coûts de la récente crise financière et des crises financières futures*

L'imposition de nouvelles taxes sur le secteur financier permettrait de récupérer en partie le coût budgétaire de la récente crise, d'aucuns avançant que le secteur dans son ensemble a bénéficié des aides financières octroyées à certains établissements financiers. De plus, le principe du pollueur-payeur justifierait que le secteur financier contribue davantage aux budgets publics, en vue de couvrir le coût des crises futures allant au-delà des limites prévues par les mécanismes de résolution des défaillances bancaires.

### **6.2. Compenser l'exonération de TVA des services financiers**

Bien qu'une TAF additive permette de remédier en partie au problème de l'exonération de TVA dont bénéficie le secteur financier, l'AI conclut que cette question devrait être traitée dans le cadre du livre vert sur la TVA.

### **6.3. Corriger les comportements indésirables sur les marchés et, partant, stabiliser ces derniers**

*Réduire les incitations à la prise de risque excessive*

Des mesures réglementaires plus directement axées sur les sources de risque systémique pourraient se révéler mieux indiquées pour remédier à la prise de risque excessive.

Toutefois, la TTF pourrait constituer un outil approprié en vue de lutter contre cette prise de risque excessive dans la mesure où la négociation à court terme et la négociation de produits

dérivés à fort effet de levier sont porteuses de risques systémiques. La TAF ne constituerait qu'une mesure indirecte à cet égard.

#### *Prendre en compte les risques spécifiques que pose la négociation automatisée*

La TTF, qui augmente de facto le coût des transactions sur les marchés financiers, pourrait être utilisée pour diminuer le recours à la négociation automatisée, et notamment à la négociation à haute fréquence, qui en constitue une variante. Les effets d'une augmentation des coûts de transaction pourraient être particulièrement importants sur certains segments de marché caractérisés par des marges très faibles.

La TAF n'a pas d'incidence directe sur les comportements de négociation sur les marchés financiers.

#### *Réduire l'endettement – ratio dettes/fonds propres*

Ni la TTF ni la TAF ne permettent de corriger les distorsions des décisions en matière de financement et les incitations à un endettement excessif qui résultent du traitement différent des emprunts et des fonds propres dans les systèmes actuels d'imposition des sociétés. Les mesures réglementaires sont plus indiquées à cet effet.

#### *Taxer les rentes économiques – Introduire des mesures pour taxer la valeur ajoutée dans le secteur financier?*

La TTF n'aurait qu'une utilité limitée en tant que taxe sur les rentes économiques. La TAF peut être spécifiquement conçue pour frapper les rentes économiques, mais son efficacité dépendra de l'applicabilité de la notion de rendements normaux à la base imposable.

### **6.4. Assurer le bon fonctionnement du marché intérieur**

Pour assurer le bon fonctionnement du marché intérieur et réduire au minimum les distorsions économiques au sein de l'UE, il faudrait idéalement que l'introduction des deux instruments fiscaux se fasse selon des modalités fortement harmonisées en matière de base imposable et de taux d'imposition. Plus particulièrement, il importe que la TTF et la FAT soient introduites de manière harmonisée pour éviter la double imposition ou la non-imposition.

### **6.5. Effets cumulatifs**

Bien que l'effet cumulatif de la taxe avec les modifications réglementaires soit plus facilement mesurable pour la TAF que pour le TTF, il est probable que l'incidence de l'une comme de l'autre sur la plupart des variables économiques (coût du crédit, variables macroéconomiques et paramètres sectoriels) se limite à renforcer les effets des mesures réglementaires actuellement proposées.

### **6.6. Résumé et observations finales**

L'analyse a montré que les deux instruments, à savoir la TAF et la TTF, sont techniquement possibles, mais que le choix de l'un plutôt que de l'autre relève essentiellement d'un arbitrage entre les différents objectifs poursuivis et dépend également des caractéristiques spécifiques de la taxe.

Les deux taxes sont susceptibles de générer des recettes fiscales considérables provenant du secteur financier, la TTF pouvant toutefois présenter à cet égard un potentiel plus important.

La TTF entraîne un risque plus élevé de délocalisation ou de diminution du volume des transactions, notamment en ce qui concerne les transactions fréquentes à court terme. À cet égard, la négociation automatisée sur les marchés financiers pourrait être affectée par l'augmentation des coûts de transaction induite par la taxe, car ces coûts supplémentaires devraient considérablement amoindrir la marge bénéficiaire et remettre ainsi en cause le modèle commercial de la négociation à haute fréquence.

Les deux taxes devraient également avoir des effets légers, mais non négligeables, sur le PIB et l'emploi, avec une incidence négative quelque peu plus importante pour la TTF. Cet effet négatif s'explique par un renchérissement du capital, étant donné que les redevables de la taxe tenteront de la répercuter sur leurs clients, ce qui aura des répercussions dommageables sur l'investissement. Les effets distributifs d'une taxe sur le secteur financier sont généralement progressifs, c'est-à-dire que ce type de taxe frappe davantage les couches les plus aisées de la société, étant donné que celles-ci recourent davantage aux services offerts par le secteur financier. Ce qui précède vaut en particulier pour une TTF limitée aux transactions portant sur des instruments financiers tels que les obligations, les actions et les produits dérivés s'y rapportant.

Le 29 juin 2011, la Commission a présenté une proposition de cadre financier pluriannuel pour la période 2014-2020. Dans ce contexte, elle a proposé d'introduire, dans un premier temps, une TTF à l'échelle de l'Union européenne, compte tenu du potentiel de cette taxe en matière de recettes et de son incidence sur la prise de risque excessive. Le document de travail des services de la Commission<sup>1</sup> accompagnant la proposition met en évidence plusieurs éléments dont il convient de tenir compte pour atténuer les risques de délocalisation liés à l'introduction d'une TTF à l'échelle de l'Union, lesquels sont examinés dans la section suivante.

## **7. ANALYSE DES INCIDENCES DES DIFFÉRENTES VARIANTES DE TTF**

### **7.1. Produits et transactions couverts**

**Les options envisagées opèrent une distinction entre i) une taxe frappant les transactions au comptant et les produits dérivés sur devises, ii) une taxe frappant les transactions sur valeurs mobilières sur les marchés primaires et secondaires et iii) une taxe frappant les marchés dérivés, à l'exception des produits dérivés sur devises. La taxe couvre à la fois les marchés réglementés et les transactions de gré à gré.**

#### *Taxe frappant les transactions sur devises*

La perception s'effectuerait de manière centrale au moyen des systèmes d'opérations de change, à savoir le système de règlement brut en temps réel (RBTR). Pour les transactions qui sont répertoriées dans ces systèmes, une taxe pourrait être prélevée de manière centralisée. On notera que cette option pose des problèmes juridiques considérables. Nous opérons donc une distinction entre les marchés des changes au comptant et les marchés des produits dérivés sur devises.

---

<sup>1</sup> Commission européenne. SEC(2011) 876 final, pp. 29 et 30.



### *Taxe sur les valeurs mobilières à l'exclusion des produits dérivés et des devises*

Cette formule correspond à une taxe sur les transactions financières à champ d'application restreint, qui ne couvrirait que les transactions au comptant portant sur des actions et des obligations (sur les marchés primaires et secondaires). Elle est similaire au droit de timbre imposé au Royaume-Uni si on l'associe au principe de l'émission domestique. On pourrait également exclure les marchés primaires pour éviter un renchérissement de la levée de capitaux. Dans ce cas, la taxe ne serait prélevée que sur les échanges d'actions et d'obligations sur les marchés secondaires.

### *Taxe sur les produits financiers dérivés*

Cette taxe ne couvrirait que les produits financiers dérivés directement ou indirectement liés à des produits échangés sur les marchés réglementés ou de gré à gré. Pourraient notamment être visés les produits dérivés concernant des transactions sur valeurs mobilières, devises ou matières premières, les produits dérivés liés à un risque ou à des taux d'intérêts ou tout autre produit financier dérivé qui ne constitue pas une opération ferme au comptant destinée à lever des capitaux sous forme, par exemple, d'actions ou d'obligations.

## *Taxe sur les transactions financières*

Cette formule couvrirait toutes les transactions financières décrites ci-dessus ou un sous-ensemble de ces dernières. Ce sous-ensemble pourrait par exemple exclure les opérations fermes au comptant sur les marchés des changes et la levée de capitaux au moyen de l'émission d'actions ou d'obligations.

### *Avantages et inconvénients des différentes formules*

La directive sur les marchés d'instruments financiers prévoit déjà une classification bien établie des instruments et produits financiers, laquelle sert de point de départ à la définition du champ d'application de la TTF proposée en ce qui concerne les produits couverts.

Tous les produits qui relèvent de la définition des marchés financiers et des transactions financières et qui peuvent constituer des substituts proches devraient faire partie de la palette de produits couverts. Opter pour des définitions plus restreintes ouvrirait la porte à une évasion fiscale à grande échelle. Ainsi, une TTF dont le champ d'application couvrirait l'ensemble des valeurs mobilières et des produits dérivés s'y rapportant semble être la formule la plus appropriée.

En ce qui concerne les transactions sur devises, il pourrait y avoir conflit entre deux objectifs, à savoir générer de nouvelles recettes d'une part et garantir la libre circulation des capitaux d'autre part. Ce qui précède vaut en particulier pour les transactions sur devises au comptant. En effet, l'imposition des transactions sur devises concernant les monnaies des États membres de l'UE est généralement considérée comme une violation de l'article 63 du TFUE, tandis que l'imposition des transactions sur devises concernant des monnaies de pays tiers pourrait être rendue compatible si le Conseil en décidait ainsi en application de l'article 64, paragraphe 3, du TFUE, qui l'y autorise.

### **7.2. Fait générateur**

Le fait générateur pourrait reposer sur le principe soit de la comptabilité d'exercice, soit de la comptabilité de caisse. Pour certaines transactions, cette distinction est sans conséquence, car les deux événements se produisent au même moment, en particulier lorsque les transactions sont effectuées par voie électronique. C'est généralement le cas sur les marchés financiers. Toutefois, si l'on opte pour une approche fondée uniquement sur la comptabilité de caisse, les acteurs du marché pourraient être incités à retarder les paiements pour bénéficier d'un avantage de trésorerie considérable. Dans les cas où il n'y a pas d'échange d'instruments, le fait générateur interviendrait malgré tout. Pour les produits dérivés, le fait générateur serait alors le moment où le contrat est conclu. L'AI indique que la meilleure solution serait une combinaison des deux principes, en fonction du produit considéré.

### **7.3. Lieu d'imposition**

Pour déterminer les transactions financières que chaque juridiction serait habilitée à imposer dans le cadre de la TTF, on peut recourir à différents principes (résidence des parties, lieu de la transaction et lieu d'émission de l'instrument financier). Ces approches posent des difficultés différentes en ce qui concerne les mécanismes de perception, l'application de la taxe et la répartition des recettes. L'AI conclut que le principe de résidence est la meilleure solution compte tenu de la nécessité d'atténuer les risques de délocalisation et d'assurer la simplicité de la gestion de la taxe.

#### **7.4. Contribuable**

Plusieurs possibilités ont été examinées, dont celle de prélever la TTF sur les établissements financiers parties à la transaction considérée ou agissant au nom d'une partie à cette transaction. Cette solution aurait pour avantage de restreindre l'incidence juridique au secteur financier et d'éviter le problème des coûts administratifs potentiellement élevés liés à une TTF qui frapperait des acteurs non financiers. Afin de couvrir également le financement intragroupe et les activités bancaires parallèles, il est suggéré que toutes les entreprises dont les activités financières dépassent un certain seuil soient elles aussi soumises à la TTF.

L'AI indique que la solution consistant, en cas de transactions avec des établissements financiers non établis dans l'UE, à rendre redevables de la taxe les parties à la transaction établies dans l'UE est une manière appropriée de lutter contre l'évasion fiscale.

#### **7.5. Base imposable**

La détermination de la base imposable des transactions au comptant ne devrait pas poser de gros problèmes. En ce qui concerne les produits dérivés, bien que certains aient une valeur propre au moment de la conclusion du contrat, pour de nombreux autres, la valeur de l'instrument ou de l'avoir sous-jacent est la seule valeur de référence facilement utilisable comme base d'imposition. L'AI recommande donc d'utiliser i) la valeur brute de la transaction pour les transactions au comptant et ii) la valeur de l'avoir sous-jacent pour les produits dérivés (c'est-à-dire la valeur notionnelle).

#### **7.6. Taux d'imposition**

Un taux d'imposition légal forfaitaire bas est considéré comme essentiel pour éviter de fortes incidences négatives sur les marchés et assurer la perception de recettes d'une certaine importance, étant donné que l'incitation à l'évasion fiscale augmente proportionnellement au taux. L'AI indique également que des taux différenciés selon les catégories de produits constituent une bonne manière d'atténuer les risques de délocalisation tout en assurant des montants de recettes appropriés.

#### **7.7. Conclusions relatives aux caractéristiques de la TTF**

Pour qu'une TTF quelle qu'elle soit puisse être appliquée de manière efficace dans l'UE, il est hautement recommandé de prévoir une définition commune du champ d'application de la taxe, des taux d'imposition ainsi que de la base imposable et d'autres caractéristiques essentielles de la taxe. Tout d'abord, certains arguments économiques plaident fortement en faveur d'un degré élevé d'harmonisation et de coordination, afin d'éviter le phénomène de substitution et les lacunes. Ensuite, on relève divers arguments techniques. Certains marchés boursiers nationaux ont fusionné au cours des dernières années et utilisent la même infrastructure technique. Ces systèmes sont fortement intégrés et il est souhaitable d'assurer la coordination de la gestion et de l'application de la taxe entre ces pays. Une fois encore, le recours au principe de résidence décrit ci-dessus permettrait d'atténuer ces problèmes. Ainsi, la formule de prédilection en vue d'une TTF harmonisée est une taxe fondée sur le principe de résidence frappant la négociation d'instruments financiers et de produits dérivés y afférents par les établissements financiers et couvrant les actions, les obligations et les produits dérivés connexes, à leur valeur notionnelle. L'inclusion des transactions au comptant sur devises dépend de sa faisabilité juridique. Les marchés primaires d'actions et d'obligations seraient

exemptés de façon à limiter les incidences directes sur le financement des entreprises dans l'économie réelle.

## **7.8. Incidence de la TTF**

### *Estimation des recettes*

Les estimations de recettes pour une TTF au taux, par exemple, de 0,01 % varient entre 16,4 milliards d'euros (avec une élasticité de -2 et une forte diminution du volume) et 43,4 milliards d'euros (avec une élasticité de 0 et une faible diminution de volume), soit entre 0,13 % et 0,35 % du PIB, lorsque toutes les sources sont prises en compte et que la valeur des actifs sous-jacents est utilisée comme base imposable. Pour un taux de 0,1 %, les estimations oscillent entre 73,3 milliards d'euros (avec une élasticité de -2 et une forte diminution du volume) et 433,9 milliards d'euros (avec une élasticité de 0 et une faible diminution de volume), soit entre 0,60 % et 3,54 % du PIB.

### *Délocalisation*

Les estimations de recettes pour les différentes variantes de la TTF dépendent fortement des hypothèses retenues en matière de diminution des volumes et d'élasticité fiscale des volumes d'échanges restants. L'AI se fonde sur deux hypothèses de travail en matière de diminution des volumes (qui tiennent compte à la fois de la délocalisation et de la disparition d'activités); la première (70 % de diminution) est conforme aux études existantes concernant la réaction des marchés dérivés, la deuxième (90 % de diminution), légèrement plus élevée, se base sur l'expérience suédoise. Ces hypothèses se fondent également sur l'évolution de la négociation à haute fréquence, qui représente aujourd'hui quelque 40 % des transactions sur les marchés de capitaux et serait lourdement affectée par une TTF. L'AI indique que certaines des caractéristiques de la taxe, comme le niveau des taux et l'utilisation du principe de résidence pour déterminer le lieu d'imposition, sont les plus à même d'atténuer les risques de délocalisation.

L'introduction de nouvelles taxes comporte le risque intrinsèque de voir certains agents délocaliser leurs activités pour réduire la charge fiscale. Cette délocalisation peut prendre la forme d'un déplacement des activités concernées vers des juridictions où elles sont moins imposées ou de l'abandon de certains produits/fournisseurs taxés au profit de produits/fournisseurs relevant de la même juridiction, mais non couverts par le champ d'application de la taxe. De toute évidence, plus la zone de couverture et le champ d'application de la taxe sont vastes, moins le risque de délocalisation physique des marchés/acteurs de marchés et de migration vers des produits non taxés est important.

### *Incidences macroéconomiques et emploi*

Le modèle utilisé pour l'analyse des incidences macroéconomiques indique qu'au taux de 0,1 %, une taxe sur les valeurs mobilières pourrait, sans mesures d'atténuation, réduire la croissance du PIB de 1,76 % à long terme, ce chiffre tombant à 0,17 % pour un taux de 0,01 %. Toutefois, il convient d'interpréter ces résultats avec prudence compte tenu de certaines imperfections des modèles sous-jacents. Par exemple, le modèle ne prend en compte que les effets d'une TTF sur une seule source de financement, à savoir l'émission de capital. Les effets sur le coût du financement par l'emprunt ne sont pas couverts. Compte tenu de cette limitation, il est possible que le modèle surestime les effets négatifs de la taxe sur le PIB. De même, aucun des modèles disponibles ne permet d'évaluer l'effet d'atténuation des risques

découlant des caractéristiques proposées (par exemple exclusion des marchés primaires, exclusion de la plupart des transactions n'impliquant pas au moins un établissement financier, etc.) ni la manière dont cet effet se répercute sur les variables macroéconomiques. La seule façon de procéder consiste donc à trouver des valeurs de substitution, avec toutes les réserves et incertitudes que cela suppose. Dans l'hypothèse où l'effet d'atténuation joue à plein, les pertes de production par rapport au scénario sans mesures d'atténuation pourraient être réduites et passer de 1,76 % à 0,53 % de la croissance future du PIB. Dans les scénarios modélisés, une taxe frappant les transactions sur valeurs mobilières aux taux de 0,01 % et 0,1 % aurait des incidences négatives sur l'emploi de respectivement 0,03 % et 0,20 %.

#### *Effets sur la prise de risque et les comportements*

Analyser les effets de la TTF sur la prise de risque et les comportements revient à examiner la possibilité que la TTF réduise la spéculation, le *noise trading* et la négociation technique et diminue la volatilité des marchés. S'il ressort de la littérature économique que les effets de la TTF sur la volatilité ne sont pour l'essentiel pas probants et dépendent de la structure du marché, cette taxe serait un outil très efficace pour limiter la négociation automatisée à haute fréquence et les produits dérivés à fort effet de levier.

#### *Incidence sur le coût du capital et la croissance*

Les effets des taxes frappant les transactions sur le coût du capital (et donc le comportement des entreprises en matière d'investissement) ont été examinés. En théorie, on peut dire que, d'une manière générale, l'augmentation des coûts de transaction, y compris ceux découlant des taxes sur les transactions, va de pair avec une diminution du prix des actifs, ce qui peut augmenter le coût du capital pour les entreprises. Les effets sur le prix des actifs et sur le coût du capital augmentent avec le taux d'imposition et sont atténués par la longueur de la période de détention. L'analyse empirique de l'incidence de la taxe sur les marchés financiers confirme généralement la théorie. L'AI indique qu'exclure les marchés primaires du champ d'application de la taxe en ce qui concerne les actions et les obligations pourrait constituer une solution encourageante pour atténuer l'incidence sur le coût du capital.

#### *Incidence et effets distributifs*

Une grande partie de la charge pèserait sur les propriétaires directs et indirects des instruments financiers échangés. Certaines caractéristiques spécifiques de la TTF, comme celles qui sont proposées en matière de définition du contribuable, permettraient d'atténuer l'incidence de l'augmentation du coût du capital sur les secteurs non financiers.

#### *Incidence sur la structure des marchés et effets en matière de compétitivité*

Les effets d'une taxe sur les transactions dépendent de la structure du marché. Cette structure varie selon les segments de marché, mais aussi d'un pays à l'autre. Dès lors que la structure n'est pas homogène, la taxe pourrait toucher les marchés concernés de manière très variable. La littérature empirique conclut donc à des résultats différents lors de l'évaluation des effets des taxes sur les transactions. Si la plupart des études montrent que le volume des transactions diminue, les effets sur la volatilité et les prix sont moins tranchés, même si les résultats fondés sur les données de panel et les méthodes d'estimation qui tiennent le mieux compte des effets concernant les coûts de transaction semblent indiquer plus fréquemment une relation positive entre ces coûts et la volatilité.

Les incidences de la taxe sur la compétitivité de l'économie réelle (industrie et services) dépendent dans une large mesure des caractéristiques de la taxe. L'AI conclut que limiter les produits imposables aux instruments financiers au sens de la directive concernant les marchés d'instruments financiers (MiFID), et donc exclure les opérations financières courantes (comme le paiement des factures et des salaires) et les opérations telles que les prêts bancaires aux entreprises et aux particuliers (comme les prêts hypothécaires et les crédits à la consommation), contribue à préserver l'économie réelle des effets directs de la taxe.

## **8. SUIVI ET EVALUATION**

L'évaluation des conséquences macroéconomiques et microéconomiques de l'application de la mesure législative pourrait avoir lieu trois ans après l'entrée en vigueur des mesures législatives transposant la directive. La Commission pourrait ensuite présenter au Parlement européen et au Conseil un rapport sur le fonctionnement technique de la directive.