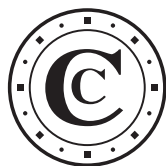


Cour des comptes



ENTITÉS ET POLITIQUES PUBLIQUES

# LA TAXE SUR LES TRANSACTIONS FINANCIÈRES

Un équilibre délicat  
entre rendement et régulation

Rapport public thématique

Septembre 2026



# Sommaire

|                                                                                                                                                       |               |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------|
| <b>PROCÉDURES ET MÉTHODES.....</b>                                                                                                                    | <b>5</b>      |
| <b>SYNTHÈSE .....</b>                                                                                                                                 | <b>7</b>      |
| <b>RECOMMANDATIONS.....</b>                                                                                                                           | <b>15</b>     |
| <b>INTRODUCTION.....</b>                                                                                                                              | <b>17</b>     |
| <br><b>CHAPITRE I UNE TAXE AU RENDEMENT SIGNIFICATIF<br/>EN DÉPIT D'UNE ASSIETTE ÉTROITE.....</b>                                                     | <br><b>21</b> |
| <b>I - UNE TAXE NÉE DANS UN CONTEXTE POST CRISE FINANCIÈRE DE 2008 .....</b>                                                                          | <b>21</b>     |
| A - Plusieurs initiatives inabouties, avant une concrétisation en 2012 .....                                                                          | 21            |
| B - Une taxe à forte charge symbolique.....                                                                                                           | 23            |
| <b>II - UNE TAXE STRUCTURÉE AUTOUR DE TROIS COMPOSANTES.....</b>                                                                                      | <b>23</b>     |
| A - Une composante principale portant sur l'acquisition de titres de capital ou assimilés,<br>dont le taux a doublé depuis son entrée en vigueur..... | 24            |
| B - Deux composantes accessoires, dont l'une a été supprimée en 2019.....                                                                             | 31            |
| <b>III - UN PRODUIT DE 2,53 MD€ EN 2025, EN DÉPIT D'AMPLES EXONÉRATIONS .....</b>                                                                     | <b>33</b>     |
| A - Un produit dynamique porté par la composante principale de la taxe .....                                                                          | 33            |
| B - Une prévision fiable malgré une méthodologie peu sophistiquée .....                                                                               | 34            |
| C - Des exonérations destinées à protéger les opérations ayant une utilité économique ou nécessaires<br>à la régulation du marché .....               | 36            |
| D - Un produit affecté pour partie à l'aide publique au développement .....                                                                           | 39            |
| <b>IV - UN PROJET DE TAXE EUROPÉENNE DANS L'IMPASSE,<br/>D'AUTRES DISPOSITIFS SIMILAIRES EN EUROPE.....</b>                                           | <b>41</b>     |
| A - Un projet européen qui n'est plus d'actualité .....                                                                                               | 41            |
| B - Des initiatives nationales.....                                                                                                                   | 42            |
| <br><b>CHAPITRE II DES EFFETS ÉCONOMIQUES CONTENUS,<br/>UNE INCIDENCE FISCALE INDÉTERMINÉE.....</b>                                                   | <br><b>47</b> |
| <b>I - DES INCERTITUDES SUR LE BÉNÉFICE ÉCONOMIQUE ATTENDU,<br/>DES OBJECTIFS CONTRADICTOIRES .....</b>                                               | <b>47</b>     |
| A - Des effets attendus positifs ou négatifs, que la théorie seule ne peut départager.....                                                            | 47            |
| B - Des objectifs multiples, dont l'atteinte simultanée est par essence difficile .....                                                               | 49            |
| <b>II - UNE INTRODUCTION EN 2012 AUX EFFETS CONTENUS, MAIS HÉTÉROGÈNES .....</b>                                                                      | <b>49</b>     |
| A - Une baisse des volumes de transactions et un élargissement des écarts<br>de cotation traduisant une dégradation, hétérogène, de la liquidité..... | 49            |
| B - Une recomposition de l'actionnariat des entreprises assujetties au profit des porteurs de long terme.                                             | 52            |
| C - Une volatilité insensible à la taxation dans le cas français.....                                                                                 | 53            |
| <b>III - DES HAUSSES DE TAUX BIEN ABSORBÉES PAR LE MARCHÉ,<br/>MAIS DES RECETTES MOINS DYNAMIQUES QUE LES COURS .....</b>                             | <b>54</b>     |
| A - Des hausses de taux sans contraction proportionnelle des volumes<br>et sans dégradation de la liquidité .....                                     | 54            |
| B - Des recettes dont l'évolution ne reflète qu'imparfaitement celle des marchés .....                                                                | 55            |
| <b>IV - UNE ASSIETTE DÉBATTUE, STRUCTURELLEMENT ÉTROITE ET FRAGILISÉE<br/>PAR DES STRATÉGIES D'ÉVITEMENT .....</b>                                    | <b>57</b>     |
| A - La substitution vers des instruments non taxés .....                                                                                              | 57            |
| B - Les limites économiques à un relèvement des taux.....                                                                                             | 61            |

|                                                                                                                                |           |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| C - Une taxation des opérations à haute fréquence qui ne produit pas de recettes .....                                         | 62        |
| <b>V - UNE INCIDENCE FISCALE FINALE QUI RESTE INCERTAINE,<br/>DES RECETTES PROVENANT MAJORITAIREMENT DE L'ÉTRANGER.....</b>    | <b>63</b> |
| A - Des mécanismes de transmission multiples, une incidence fiscale finale incertaine .....                                    | 63        |
| B - Des recettes provenant principalement de l'étranger .....                                                                  | 64        |
| <b>CHAPITRE III UN PROCESSUS DE COLLECTE PEU COÛTEUX,<br/>MAIS EXPOSÉ À DES RISQUES .....</b>                                  | <b>71</b> |
| <b>I - UN RÔLE PRÉPONDÉRANT DU DÉPOSITAIRE CENTRAL DE TITRES .....</b>                                                         | <b>71</b> |
| A - Un circuit inspiré de l'exemple britannique.....                                                                           | 71        |
| B - Des mécanismes de déclaration différenciés, un rôle majeur du dépositaire central de titres .....                          | 73        |
| C - Le protocole du 7 septembre 2012 .....                                                                                     | 74        |
| D - Un processus largement informatisé .....                                                                                   | 75        |
| <b>II - UN PROCESSUS PERÇU COMME MAÎTRISÉ .....</b>                                                                            | <b>76</b> |
| A - Des administrations généralement satisfaites de la situation .....                                                         | 76        |
| B - Des professionnels rassurants quant aux risques pesant sur la collecte.....                                                | 77        |
| C - Des contrôles proportionnés au risque perçu, sans rappel de droits significatifs .....                                     | 78        |
| D - Une collecte peu coûteuse pour l'État.....                                                                                 | 78        |
| <b>III - DES RISQUES RÉSIDUELS À NE PAS NÉGLIGER .....</b>                                                                     | <b>80</b> |
| A - Une taxe largement extraterritoriale, au défi de marchés financiers de plus en plus innovants<br>et décentralisés .....    | 81        |
| B - Un processus en grande partie déclaratif.....                                                                              | 85        |
| C - Un suivi statistique lacunaire, un défaut d'orientation vers le contrôle .....                                             | 88        |
| D - En dépit des risques identifiés, un transfert de la collecte à l'administration fiscale<br>qui n'est pas souhaitable ..... | 90        |
| <b>CONCLUSION GÉNÉRALE .....</b>                                                                                               | <b>93</b> |
| <b>LISTE DES ABRÉVIATIONS .....</b>                                                                                            | <b>95</b> |
| <b>GLOSSAIRE .....</b>                                                                                                         | <b>97</b> |

## Procédures et méthodes

Les rapports de la Cour des comptes sont réalisés par l'une des **six chambres thématiques** que compte la Cour<sup>1</sup> ou par une formation associant plusieurs chambres et/ou plusieurs chambres régionales ou territoriales des comptes.

Trois principes fondamentaux gouvernent l'organisation et l'activité de la Cour ainsi que des chambres régionales et territoriales des comptes, donc aussi bien l'exécution de leurs contrôles et enquêtes que l'élaboration des rapports publics : l'indépendance, la contradiction et la collégialité.

L'**indépendance** institutionnelle des juridictions financières et l'indépendance statutaire de leurs membres garantissent que les contrôles effectués et les conclusions tirées le sont en toute liberté d'appréciation.

La **contradiction** implique que toutes les constatations et appréciations faites lors d'un contrôle ou d'une enquête, de même que toutes les observations et recommandations formulées ensuite, sont systématiquement soumises aux responsables des administrations ou organismes concernés ; elles ne peuvent être rendues définitives qu'après prise en compte des réponses reçues et, s'il y a lieu, après audition des responsables concernés.

Sauf pour les rapports réalisés à la demande du Parlement ou du Gouvernement, la publication d'un rapport est nécessairement précédée par la communication du projet de texte, que la Cour se propose de publier, aux ministres et aux responsables des organismes concernés, ainsi qu'aux autres personnes morales ou physiques directement intéressées. Dans le rapport publié, leurs réponses sont présentées en annexe du texte de la Cour.

La **collégialité** intervient pour conclure les principales étapes des procédures de contrôle et de publication. Tout contrôle ou enquête est confié à un ou plusieurs rapporteurs. Le rapport d'instruction, comme les projets ultérieurs d'observations et de recommandations, provisoires et définitives, sont examinés et délibérés de façon collégiale, par une formation comprenant au moins trois magistrats. L'un des magistrats assure le rôle de contre-rapporteur et veille à la qualité des contrôles.

\*\*

Dans le cadre de sa troisième campagne de participation citoyenne ouverte du 2 septembre au 4 octobre 2024, la Cour des comptes a été saisie d'une contribution<sup>2</sup> relative à la taxe sur les transactions financières instaurée par la loi de finances rectificative pour 2012<sup>3</sup>. La Cour s'était déjà prononcée sur la gestion de la taxe sur les transactions financières à l'occasion d'un référé en date du 19 juin 2017<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> La Cour comprend aussi la chambre du contentieux, dont les arrêts sont rendus publics.

<sup>2</sup> <https://participationcitoyenne.ccomptes.fr/processes/consultation-2024/f/77/proposals/2317>

<sup>3</sup> Cf. article 5 de la loi n° 2012-354 du 14 mars 2012.

<sup>4</sup> Cf. Cour des comptes, *La taxe sur les transactions financières et sa gestion*, référé S 2017-1860, 19 juin 2017.

La Cour a inscrit au programme de travail de la première chambre pour l'année 2025, la réalisation d'une enquête relative à la taxe sur les transactions financières. Un délai de sept années s'étant écoulé depuis la publication du référé de 2017, il a été décidé que cette enquête procéderait à l'analyse des suites données par l'administration aux recommandations formulées par la Cour, dans le cadre fixé par l'article L.143-9 du code des juridictions financières<sup>5</sup>. La période de référence de l'enquête couvre en conséquence les exercices 2017 à 2025.

Le lancement des travaux de la Cour a été notifié aux administrations et organismes publics concernés par lettres en date du 6 septembre 2025<sup>6</sup>. L'instruction, qui s'est déroulée entre les mois de septembre 2025 et de janvier 2026, s'est appuyée sur les méthodes d'instruction classiques mises en œuvre par la Cour (entretiens, revue de littérature, questionnaires, analyse de pièces à l'appui, analyse de données). Deux encadrés, apparaissant respectivement en introduction du rapport et dans la section III-B-3 de son chapitre III, détaillent la méthodologie suivie.

\*\*

Le projet de rapport a été préparé, puis délibéré le 18 mai 2026, par la première section de la première chambre, présidée par M. Giannesini, conseiller maître, et composée de MM. Soubeyran, Blondy, von Lennep, Vareille, conseillers maîtres, Mme Bacache-Beauvallet, conseillère maître, M. Gobelet, conseiller maître, MM. Jessua et Coudroy, conseillers maîtres en service extraordinaire, et, en tant que rapporteurs, M. Ferriol, conseiller référendaire, et M. Simula, conseiller référendaire en service extraordinaire, ainsi qu'en tant que contre-rapporteur, M. Marquet, conseiller maître.

Il a été examiné et approuvé, le 16 juin 2026, par le comité du rapport public et des programmes de la Cour des comptes, composé de Mme Camby, doyenne des présidents de chambre, M. Hayez, rapporteur général, M. Meddah, Mme Mercereau, M. Lejeune, Mme Thibault, M. Cazé et M. Glimet, présidentes et présidents de chambre de la Cour, M. Albertini, M. Vught, et Mme Daussin-Charpantier, présidentes et présidents de chambre régionale des comptes, et Mme Hamayon, Procureure générale, entendue en ses avis. Lors de l'examen de cette publication, Mme de Montchalin, Première présidente, a décidé de se déporter et n'a pas présidé cette séance.

\*\*

Les rapports publics de la Cour des comptes sont accessibles en ligne sur le site internet de la Cour et des chambres régionales et territoriales des comptes : [www.ccomptes.fr](http://www.ccomptes.fr).

<sup>5</sup> « La Cour des comptes publie chaque année un rapport présentant les suites données à ses observations et recommandations ainsi qu'à celles des chambres régionales et territoriales des comptes. Ce rapport est établi sur la base des comptes rendus que les destinataires de ces observations et recommandations ont l'obligation de fournir (...) ». Cf. Cour des comptes, *Quelles sont les suites des contrôles des juridictions financières ?*, rapport annuel sur le suivi des recommandations, septembre 2025.

<sup>6</sup> Direction générale du Trésor, DGFIP, direction du budget, direction de la législation fiscale, Banque de France et Autorité des marchés financiers.

## Synthèse

Instaurée dans le contexte de l'après-crise financière par la loi de finances rectificative pour 2012, la taxe sur les transactions financières poursuivait initialement trois objectifs : faire contribuer le secteur financier au redressement des finances publiques ; exercer une action de régulation sur les marchés financiers ; et initier un mouvement d'adhésion des autres États membres de l'Union européenne au projet de taxe européenne porté par la Commission dans le cadre d'une coopération renforcée.

Treize ans après la création de cette taxe, et en réponse à une saisine reçue dans le cadre de sa troisième campagne de participation citoyenne en septembre 2024, la Cour en a examiné les conditions de mise en œuvre, les effets économiques et les modalités de collecte. La présente enquête porte sur la période 2017-2025, mais rappelle le contexte et les évolutions intervenues depuis 2012.

### **Une taxe au rendement significatif, en dépit d'une assiette étroite**

La taxe sur les transactions financières comportait initialement trois composantes : une composante principale reposant sur une taxe sur les acquisitions de titres de capital et deux composantes accessoires – une taxe sur les ordres annulés dans le cadre d'opérations à haute fréquence et une taxe sur les contrats d'échange sur défaut (*credit default swap*) souverain.

#### *Une composante principale de rendement, deux composantes accessoires au produit nul ou marginal*

Seule la composante principale de la taxe a un rendement significatif, de l'ordre de 2,5 Md€ en 2025. Elle s'applique aux achats d'actions émises par des sociétés françaises dont la capitalisation boursière dépasse 1 Md€ au 1<sup>er</sup> décembre de l'année précédente. Ce choix d'assiette, fondé sur le principe dit « d'émission », vise à éviter la délocalisation des transactions taxées.

La première composante accessoire vise les opérations à haute fréquence. Elle soumet à un taux d'imposition de 0,01 % les ordres annulés ou modifiés représentant plus de 80 % des ordres transmis au cours d'une même journée, lorsque ces annulations ou modifications interviennent dans un délai inférieur à une demi-seconde. Ce seuil n'est en pratique jamais atteint : les opérateurs de marché calibrent leurs algorithmes pour rester en deçà. Le rendement de cette composante est *quasi* nul depuis son entrée en vigueur.

La seconde composante accessoire abritait une taxe sur les contrats d'échange sur défaut (*credit default swap*) souverain, qui a été supprimée par la loi de finances pour 2019. Ces contrats, destinés à prémunir les détenteurs de dettes souveraines contre le risque de défaut, avaient en effet été interdits par le règlement européen du 14 mars 2012 sur la vente à découvert, entré en vigueur le jour même de la promulgation de la loi française, si bien que cette composante n'est jamais entrée en vigueur.

Le recentrage de la taxe sur les transactions financières sur une unique composante à vocation budgétaire a conduit à une transformation implicite de la taxe, qui fonctionne désormais essentiellement comme un instrument de rendement fiscal, déconnecté des objectifs initiaux de régulation affichés lors de sa création. Son produit finance l'État ainsi que l'aide publique au développement, à laquelle une fraction de la taxe était affectée jusqu'en 2025.

### *Un périmètre d'assujettissement restreint et d'amples exonérations*

Le nombre de sociétés dont l'acquisition de titres est assujettie à la taxe sur les transactions financières oscille entre 109 et 146 selon les années, en fonction des variations de capitalisation boursière et des mouvements de cote. Le périmètre présente une stabilité notable : 88,5 % des entreprises concernées y demeurent pendant au moins trois années consécutives. L'indice SBF 120, qui regroupe les 120 plus grandes capitalisations de la place de Paris, constitue une approximation acceptable de l'assiette taxable : 81 % des sociétés concernées par la taxe y figuraient fin 2025.

La loi prévoit neuf cas d'exonération destinés à protéger les opérations ayant une utilité économique ou nécessaires à la régulation du marché : émissions primaires, opérations des chambres de compensation et du dépositaire central de titres, activités de tenue de marché, contrats de liquidité, opérations intra-groupe, restructurations, cessions temporaires de titres, épargne salariale et obligations convertibles.

Ces exonérations exercent un effet considérable sur le rendement de la taxe : entre 2017 et 2025, sur les 100 788 Md€ de transactions déclarées, 95 490 Md€ ont fait l'objet d'une exonération, soit 95 % d'entre elles. L'analyse des exonérations par motif fait ressortir que les cessions temporaires de titres en représentent près des deux tiers (66 %), pour un montant de 62 550 Md€ sur la période. Les activités de tenue de marché constituent le second motif (28 %). À elles seules, ces deux catégories expliquent plus de 90 % des exonérations.

### *Un rendement dynamique, des recettes sensibles à la conjoncture boursière*

Le taux de la taxe, initialement fixé à 0,2 %, a été relevé à 0,3 % en janvier 2017, puis à 0,4 % en avril 2025. Entre 2017 et 2024, la taxe a produit 9,1 Md€ de recettes cumulées. Son produit s'est élevé à 2,5 Md€ en 2025, en nette hausse par rapport à 2024 (1,9 Md€).

Entre 2013 et 2025, l'indice SBF 120 a augmenté de 93 %, tandis que les recettes par point de taxe n'ont progressé que de 76 %. Ce décalage traduit le fait que le rendement de la taxe ne dépend pas seulement du niveau des cours, mais également des volumes échangés et du périmètre des titres assujettis. Ainsi, en 2020, les recettes ont atteint un niveau élevé malgré le recul de l'indice, la forte volatilité ayant généré des volumes élevés. *A contrario*, en 2023, les recettes ont reculé de 15 % malgré la hausse de l'indice, en raison de la sortie de nombreuses sociétés du périmètre d'assujettissement et de la baisse des volumes de transactions.

### *Un projet de taxe européenne qui n'est plus d'actualité*

Le projet de taxe européenne sur les transactions financières, inscrit à l'agenda du G20 de Cannes en novembre 2011 et porté par la Commission européenne, n'a pas abouti. Le Conseil « affaires économiques et financières » (ECOFIN) de juin 2012 ayant constaté l'absence de soutien unanime, requis en matière fiscale, une coopération renforcée à onze États membres a été engagée, mais des désaccords sur l'assiette et la répartition du produit ont freiné toute avancée. L'administration estime aujourd'hui le projet au point mort.

Quatre États membres de l'Union européenne ont instauré une taxe nationale sur les transactions financières à la suite de la crise financière puis des dettes souveraines des années 2008-2012 : la France (2012), l'Italie (2013), la Grèce (2014) et l'Espagne (2021). Le Royaume-Uni applique quant à lui une taxe plus ancienne, la *stamp duty*. Ces dispositifs présentent des différences significatives. L'Italie applique un taux de 0,1 % sur les marchés réglementés et taxe également les produits dérivés. L'Espagne a retenu un taux de 0,2 %. Cette situation maintient des asymétries de traitement entre places financières et limite les marges de manœuvre nationales. *A contrario*, les principales places financières concurrentes de Paris au sein de l'Union européenne (Francfort, Amsterdam, Luxembourg) n'appliquent pas de taxation équivalente à la taxe française sur les transactions financières.

### **Des effets économiques contenus, une incidence fiscale indéterminée**

Les effets économiques de la taxe sur les transactions financières ont fait l'objet d'études académiques, théoriques et empiriques.

#### *Des fondements théoriques anciens, des conclusions empiriques contrastées*

La taxation des transactions financières trouve ses racines dans les travaux de John Maynard Keynes sur l'instabilité des marchés dans les années 1930, prolongés par la proposition de James Tobin en 1972 d'une taxe sur les transactions de change. L'argument central sur laquelle elle repose est que la spéculation constitue un jeu à somme nulle en termes de gains privés, mais génère des externalités négatives pour l'économie réelle en termes de volatilité des prix et d'allocation des ressources. Cependant, en pratique, la distinction entre spéculation financière « nuisible » et transactions économiques « utiles » s'avère délicate à établir.

L'examen des débats parlementaires ayant conduit à la création de la taxe révèle une pluralité d'objectifs, parfois contradictoires entre eux : rendement budgétaire, régulation des marchés, redistribution, financement de l'aide publique au développement. Or, une même taxe ne peut simultanément maximiser son rendement budgétaire et corriger des externalités de marché. En effet, une taxe comportementale génère peu de recettes si elle modifie efficacement les comportements visés alors qu'à l'inverse, une taxe de rendement doit minimiser les distorsions économiques qu'elle engendre pour préserver son assiette dans la durée.

#### *Une introduction aux effets hétérogènes sur la qualité du marché en 2012*

En 2012, l'introduction de la taxe sur les transactions financières s'est accompagnée d'une contraction des volumes de transactions. L'ensemble des études académiques disponibles convergent vers une estimation de cette baisse comprise entre 10 % et 20 % pour les titres assujettis, par rapport à un groupe de contrôle non taxé. Cet effet s'est principalement manifesté au cours des premières semaines qui ont suivi l'introduction de la taxe. L'effet constaté varie toutefois selon les segments de marché. Sur *Euronext Paris*, les titres bénéficiant du programme *Supplemental liquidity provider*, qui assure une liquidité renforcée par des teneurs de marché dédiés, ont été peu affectés. En revanche, les échanges d'autres titres assujettis ont subi une baisse d'environ 20 %. Le marché de gré à gré s'est contracté davantage, connaissant une baisse de 30 % à 40 % selon ses segments.

L'évolution des écarts de cotation (*spreads*) confirme cette hétérogénéité. À l'échelle de l'ensemble des titres assujettis, aucun effet statistiquement significatif n'a été mis en évidence. Mais cette moyenne masque des situations contrastées : les écarts de cotation (*spreads*) sont

restés stables sur les titres bénéficiant du programme *Supplemental liquidity provider*, mais se sont élargis sur les autres. Ces résultats suggèrent que la dégradation de la stabilité des cours liée à la baisse des volumes l'a emporté sur l'amélioration attendue de l'élimination des transactions spéculatives. Les effets sur la volatilité, quant à eux, sont non significatifs, quelle que soit la métrique utilisée. Aucun effet stabilisateur robuste de la taxe sur la volatilité n'a pu être mis en évidence.

La structure de l'actionnariat s'est recomposée au profit des investisseurs de long terme, conformément aux prévisions théoriques. Les investisseurs à rotation élevée ont réduit leur exposition, tandis que les investisseurs de long terme ont renforcé leur position relative. Les opérateurs à haute fréquence ont réduit leur activité, non pas en raison d'un assujettissement direct, mais par effet indirect de la dégradation de la liquidité sur certains segments.

#### *Des relèvements de taux sans contraction proportionnelle des volumes*

Les deux hausses de taux intervenues depuis 2012 n'ont pas provoqué de contraction proportionnelle des volumes de transactions financières. À titre d'illustration, lors du passage du taux d'imposition de 0,2 à 0,3 % en janvier 2017, les volumes ont diminué de 2,5 % sur *Euronext Paris*, contre 9 % sur Amsterdam et 20 % sur Bruxelles, deux places non soumises à la taxe. Cette baisse, plus marquée là où la taxe ne s'applique pas, traduit un mouvement général de marché et non un effet de son relèvement. Le produit de la taxe a d'ailleurs progressé de 54 % entre 2016 et 2017, passant de 947 M€ à 1 460 M€, lorsque son taux a augmenté de 50 % au 1<sup>er</sup> janvier 2017.

Ces résultats suggèrent que les investisseurs les plus sensibles aux coûts de transaction avaient déjà ajusté leurs comportements lors de l'introduction de la taxe en 2012. Une étude de l'Association française des marchés financiers (AMAFI), fondée sur des données postérieures au relèvement de taux intervenu en avril 2025, fait état d'une baisse relative supplémentaire des volumes d'environ 10 % sur les actions françaises taxées. L'interprétation de ses résultats appelle toutefois une certaine prudence, le recul temporel étant faible.

#### *Une incidence fiscale difficile à établir*

La répartition de la charge fiscale entre les différentes parties prenantes impliquées est difficile à établir. Trois mécanismes de transmission peuvent être distingués.

Premièrement, les intermédiaires financiers, dont les marges sont faibles dans un environnement concurrentiel, tendent à répercuter le coût de la taxe sur leurs clients. Deuxièmement, si les prix de marché s'ajustent rapidement, l'annonce de la taxe peut entraîner une baisse immédiate de la valeur des actifs, en anticipation des prélèvements futurs ; cette perte de valorisation est alors supportée par les détenteurs au moment de l'annonce, et non par les acheteurs ultérieurs, qui acquièrent les titres à un prix déjà ajusté. Troisièmement, à plus long terme, les capitaux peuvent se réallouer vers des placements non taxés, réduisant le stock de capital disponible pour les entreprises dont les titres sont assujettis. Une estimation fondée sur un modèle d'évaluation des actifs situe l'effet de la taxe sur le coût du capital à environ sept points de base par an (0,07 %). Les travaux empiriques disponibles n'ont toutefois pas confirmé cet effet, les relèvements de taux successifs n'ayant pas eu d'incidence mesurable sur les conditions de financement des entreprises concernées.

La taxe présente un caractère largement extraterritorial. Sur la période 2017-2025, les déclarants établis en France ont représenté 53,2 % des recettes, les déclarants internationaux 46,8 %. Les investisseurs internationaux représentent quant à eux environ 75 % des recettes,

avec une forte concentration sur quelques pays : Royaume-Uni, Allemagne, États-Unis. Le Brexit a significativement fait évoluer la géographie des déclarations. Les déclarants britanniques sont passés de 18,3 % des recettes en 2017 à 3,1 % en 2025. Parallèlement, les déclarants irlandais ont vu leur part passer de 0 % à 20,3 % des recettes. Parmi les investisseurs, les Britanniques, les Américains et les Allemands demeurent les principaux contributeurs.

Cette répartition ne détermine toutefois pas l'incidence économique finale, la nationalité du déclarant ou de l'investisseur déclaré ne préjugant pas de celle-ci. La seule estimation disponible sur ce point, portant sur la domiciliation des véhicules d'investissement en 2012, suggère que les fonds domiciliés en France ne représentaient que 16 % des recettes de la taxe, contre 38 % pour les fonds américains et 26 % pour les fonds luxembourgeois. Cette configuration serait favorable du point de vue budgétaire dans la mesure où la taxe serait majoritairement acquittée par des investisseurs étrangers.

### *Des possibilités d'évitement structurelles*

Les possibilités de contournement de la taxe sur les transactions financières sont limitées *ab initio* par l'application du principe d'émission : un investisseur souhaitant acquérir des actions d'une entreprise française concernée ne peut pas, en principe, échapper à la taxe en passant par un prestataire de services d'investissement étranger. Plusieurs instruments permettent néanmoins de répliquer l'exposition à une action française sans la détenir, et donc sans déclencher le fait générateur de la taxe : fonds indiciels cotés (ETF), certificats américains (ADR), contrats sur différence (CFD), contrat d'échange de rendement total (TRS).

L'extension de l'assiette de la taxe aux produits dérivés, envisagée dès 2012 mais alors écartée pour des raisons techniques, fait régulièrement l'objet de débats. Les évolutions réglementaires intervenues depuis lors, notamment l'obligation de déclarer les transactions sur produits dérivés aux référentiels centraux, ont partiellement levé les obstacles techniques à son institution. Le dispositif italien comprend d'ailleurs depuis 2013 une composante sur les dérivés d'actions. Cependant, plusieurs incertitudes significatives subsistent quant à sa faisabilité, tenant à la détermination de l'assiette et à la mobilité du marché des dérivés.

La publication de données consolidées sur l'assiette effective de la taxe améliorerait la transparence du dispositif, consoliderait l'appréhension du risque de délocalisation lié à la taxe et contribuerait à l'évaluation académique de son efficacité.

### **Un processus de collecte peu coûteux mais exposé à des risques**

*Euroclear France*, dépositaire central de titres agréé, assure, pour le compte de l'État, la centralisation des déclarations et des paiements de la taxe sur les transactions financières. Ce mécanisme de collecte, efficient au regard de son faible coût, présente néanmoins des fragilités.

#### *Un rôle prépondérant du dépositaire central de titres agréé*

Le processus de collecte de la taxe sur les transactions financières repose, pour l'essentiel, sur *Euroclear France*, seul dépositaire central de titres agréé en France. Encadré par un protocole signé le 7 septembre 2012, ce dispositif, inspiré du modèle britannique de la *stamp duty*, présente l'avantage de couvrir un large spectre de transactions donnant lieu à un transfert de propriété, quel que soit le lieu de leur exécution ou le mécanisme de négociation utilisé. En l'absence de registre exhaustif des transactions mobilisable à des fins fiscales, l'appui sur le règlement-livraison permet d'assurer qu'un maximum de transactions assujetties sont déclarées.

Le coût de recouvrement est particulièrement faible. Entre 2017 et 2025, *Euroclear France* a perçu 3,2 M€ de rémunération, correspondant pour l'essentiel aux produits de placement des fonds collectés. Sur la même période, la taxe a produit 15,8 Md€ de recettes, soit un taux d'intervention de l'ordre de 0,02 %. À titre de comparaison, le taux d'intervention des impôts divers était estimé par l'administration fiscale entre 0,10 % et 0,28 % sur la période 2021-2023. Selon *Euroclear France*, la rémunération perçue en contrepartie de la collecte de la taxe ne couvrirait toutefois pas l'intégralité des coûts supportés par le dépositaire central.

#### *Une taxe exposée au risque de non déclaration*

Le caractère extraterritorial de la taxe expose sa collecte à des risques spécifiques. Au-delà de la multiplication des instruments permettant de répliquer une exposition à une action française sans déclencher le fait générateur, l'analyse des journaux de suivi de la collecte met en évidence une concentration des déclarations sur un nombre limité de pays, excluant par exemple de grandes places financières asiatiques. Cette situation suggère que certains acteurs financiers pourraient ne pas être informés de leurs obligations. En tout état de cause, l'administration fiscale ne dispose pas des moyens de s'assurer que l'ensemble des déclarations est effectivement opéré. Le risque de non-déclaration est d'autant plus élevé que les sanctions en cas de défaut ou de retard de déclaration sont peu dissuasives.

#### *Un processus de nature déclarative, à assortir de garde-fous*

Faute de fichier central d'identification des acteurs financiers, l'administration fiscale n'est pas en mesure de vérifier ou de confirmer l'identité des investisseurs étrangers. Elle est donc contrainte de se reposer sur les éléments déclaratifs qui lui sont communiqués. Il en va de même pour le contrôle des exonérations à l'appui desquelles aucune pièce justificative n'est exigée lors de la déclaration. La direction des vérifications nationales et internationales (DVNI) de la direction générale des finances publiques (DGFIP) n'a conduit que de rares vérifications depuis 2018, sans rappel de droits significatif.

Les investigations menées dans le cadre de la présente enquête ont mis en évidence des écarts inexplicables entre le montant de taxe attendu et le montant effectivement collecté au stade des déclarations initiales. Entre 2017 et 2025, sur un montant de transactions standards non exonérées de 5 297,6 Md€, 884,4 Md€ (16,7 %) présentaient un écart de liquidation inexplicable. 3 595 déclarations étaient concernées sur un total de 396 926 déclarations analysées (0,9 %). La somme cumulée des écarts identifiés s'élève à 2,2 Md€ sur la période, résultant quasi exclusivement de situations de sous-collecte. Cet écart s'explique à plus de 90 % par 132 déclarations atypiques, pour lesquelles l'écart présente une ampleur significative (supérieure à 2,5 M€).

Interrogé sur ces écarts, le dépositaire central a indiqué que le cadre actuel des contrôles incombant à *Euroclear France*, tel qu'il est défini dans le protocole du 7 septembre 2012 conclu avec l'administration, n'impose pas de contrôle de cohérence entre le montant de la transaction déclarée et le montant de la taxe acquittée. Dans certains cas, les écarts observés pourraient résulter de problèmes de formatage informatique ou avoir été ultérieurement corrigés. Si l'existence de ces écarts appelle une vérification, elle n'implique pas nécessairement un manque à gagner pour l'État.

### *Un suivi statistique lacunaire*

Dès 2017, un audit interne de la direction des grandes entreprises de la DGFIP avait relevé un « *volume important d'informations déclaratives* » non exploitées. La situation n'a pas évolué favorablement depuis lors.

L'administration a indiqué ne pas disposer d'un tableau rendant compte du volume des transactions ou du montant des transactions exonérées, motif par motif, alors que ces informations figurent dans les journaux de suivi de la collecte. Une anomalie affectant la génération de plusieurs journaux de suivi depuis avril 2025, entraînant des pertes d'informations, n'avait pas été détectée avant que l'enquête de la Cour ne la mette en évidence. Plus largement, les journaux de suivi de la collecte ne font pas l'objet d'une exploitation complète à ce jour, l'administration fiscale ayant toutefois signalé à la Cour son intention de procéder dorénavant à une exploitation plus systématique de ces données.

### *Un circuit de collecte à consolider mais non à remplacer*

Sous réserve que l'administration se place en mesure d'exploiter de façon complète les journaux de suivi et d'en tirer des conséquences pour son activité de contrôle, il n'est pas pertinent de réinternaliser ce processus de collecte au sein des services de la DGFIP. Le partenariat avec le dépositaire central est en effet de loin le mécanisme de collecte le plus efficient au regard du rapport entre le coût de recouvrement et le rendement de la taxe.

Toutefois, les insuffisances relevées en matière de suivi statistique, de contrôle des exonérations et de traçabilité des écarts de liquidation appellent un renforcement des moyens de pilotage et de contrôle de l'administration fiscale. En outre, au vu des évolutions attendues dans la structuration des services de marché en France, il est nécessaire que soient anticipées sans délai les modalités de collecte de la taxe sur les transactions financières dans l'hypothèse où le dépositaire central de titres teneur du compte d'émission serait situé à l'étranger.

\*\*

Désormais bien installée dans le paysage fiscal national, la taxe sur les transactions financières, telle qu'elle a été mise en place, est éloignée de l'ambition initiale dont elle était investie en 2012 lors de sa création.

Son assiette relativement étroite exclut de nombreuses transactions, notamment celles portant sur les produits dérivés ou les échanges intra-journaliers. Comparativement à d'autres pays européens, la taxe française se distingue par un champ d'application centré sur les actions de grandes entreprises, tandis que d'autres pays comme l'Italie incluent également les produits dérivés. Les taux de taxation varient également, avec des taux plus élevés en France (0,4 %) qu'en Belgique (0,25 %) ou en Italie (0,2 %).

Ce choix prudent d'une assiette étroite est à mettre en relation avec les effets relativement contenus de la taxe sur les marchés financiers. Son efficacité au regard de l'objectif de régulation des marchés est limitée : aucun effet stabilisateur robuste sur la volatilité des cours n'a été mis en évidence, tandis que des indicateurs de liquidité et de qualité du marché se sont dégradés sur certains segments. La taxe constitue aujourd'hui un instrument de rendement budgétaire avec un produit significatif de 2,5 Md€ en 2025. La Cour n'a pas identifié de voie évidente et praticable à court terme pour accroître ce produit, toute hypothèse d'élargissement de l'assiette – par exemple en direction des produits dérivés – exigeant une expertise préalable

approfondie face au risque tangible d'une délocalisation des échanges concernés, avec à la clé, non une augmentation des recettes, mais au contraire une évaporation du produit.

Ces constats illustrent les défis liés à l'harmonisation fiscale au sein de l'Union européenne, qui constituerait l'espace pertinent d'action si les ambitions affichées en 2012 revenaient au premier plan.

## Recommandations

1. Publier en 2027 une étude sur l’assiette de la taxe sur les transactions financières, détaillant notamment son évolution dans le temps, la part des opérations exonérées et la nationalité des investisseurs et des intermédiaires, sur la base des journaux de suivi de la collecte produits par *Euroclear France*, partagés sous forme anonymisée par la direction générale des finances publiques (*ministre de l’économie, des finances et de la souveraineté industrielle, énergétique et numérique*).
2. D’ici l’été 2027, définir les modalités de collecte de la taxe sur les transactions financières dans l’hypothèse où le dépositaire central de titres teneur du compte d’émission est situé à l’étranger (*ministre de l’économie, des finances et de la souveraineté industrielle, énergétique et numérique, ministre de l’action et des comptes publics*).
3. Analyser d’ici la fin 2026 l’origine des écarts inexplicables de liquidation d’ampleur significative et opérer, au besoin, les vérifications idoines (*ministre de l’action et des comptes publics*).
4. D’ici l’été 2027, amender le protocole encadrant le processus de collecte de la taxe pour le compte de l’État par le dépositaire central de titres agréé, de sorte à introduire les contrôles informatiques destinés à assurer que, pour les transactions non exonérées, le taux payé n’est pas inférieur au taux légal (*ministre de l’action et des comptes publics*).
5. D’ici l’été 2027, mettre en place une procédure d’exploitation complète des journaux de suivi de la collecte et mettre à profit les résultats obtenus pour orienter les vérifications (*ministre de l’action et des comptes publics*).



# Introduction

Instaurée dans le contexte de l'après-crise financière par la loi de finances rectificative pour 2012<sup>7</sup>, succédant à l'impôt sur les opérations de bourse supprimé en 2008<sup>8</sup>, la taxe sur les transactions financières poursuivait initialement trois objectifs : faire contribuer le secteur financier au redressement des finances publiques ; exercer une action de régulation sur les marchés financiers ; et initier un mouvement d'adhésion des autres États membres au projet de taxe européenne porté par la Commission dans le cadre d'une coopération renforcée.

En 2017, la Cour des comptes avait dressé un premier bilan réservé du dispositif<sup>9</sup>. Tout en constatant alors que le rendement budgétaire de la taxe était réel (947 M€ en 2016), elle relevait qu'« *aucun des trois objectifs stratégiques qui lui avaient été assignés n'a[vait] été atteint* ». Il ressortait notamment des travaux de la juridiction que la taxe ne pesait pas sur le secteur financier mais plutôt sur les investisseurs, que les activités les plus spéculatives échappaient à son assiette et que le projet européen de taxation harmonisée demeurait dans l'impasse. La Cour formulait deux recommandations relatives au protocole organisant la contribution du dépositaire central de titres au recouvrement de la taxe ainsi qu'à la conformité avec la loi organique relative aux lois de finances de ses modalités de rémunération.

Depuis lors, la taxe sur les transactions financières a connu plusieurs évolutions.

Sur le plan des ressources, le taux applicable à la composante principale de la taxe, qui en comportait initialement trois<sup>10</sup>, est passé de 0,2 % lors de son entrée en vigueur en août 2012, à 0,3 % au 1<sup>er</sup> janvier 2017 puis à 0,4 % au 1<sup>er</sup> avril 2025. En conséquence, son rendement, qui représente la *quasi* intégralité du produit de la taxe, a progressé pour atteindre 2 526 M€ en 2025. Parallèlement, la taxe sur les ordres annulés dans le cadre d'opérations à haute fréquence, qui constituait la deuxième composante de la taxe, a vu son rendement, déjà très faible, s'annuler tout à fait, les redevables paramétrant leurs algorithmes pour l'éviter. La taxe sur les contrats d'échange sur défaut souverain, qui constituait la troisième composante de la taxe, n'a jamais trouvé à s'appliquer et a été abrogée par la loi de finances initiale pour 2019<sup>11</sup>.

Sur le plan des emplois, la loi de finances initiale pour 2025<sup>12</sup> a mis un terme à l'affectation d'une fraction du produit de la taxe sur les transactions financières à l'aide publique au développement. Le financement correspondant est désormais assuré par des crédits abrités dans un programme spécifique du budget général<sup>13</sup>.

---

<sup>7</sup> Cf. article 5 de la loi n° 2012-354 du 14 mars 2012.

<sup>8</sup> Cf. article 11 de la loi n° 2007-1822 du 24 décembre 2007.

<sup>9</sup> Cf. Cour des comptes, *La taxe sur les transactions financières et sa gestion*, référé S 2017-1860, 19 juin 2017.

<sup>10</sup> Une taxe sur les acquisitions de titres de capital, une taxe sur les ordres annulés dans le cadre d'opérations à haute fréquence et une taxe sur les contrats d'échange sur défaut souverain (cf. chapitre I).

<sup>11</sup> Cf. article 26 de la loi n° 2018-1317 du 28 décembre 2018 de finances pour 2019.

<sup>12</sup> Cf. loi n° 2025-127 du 14 février 2025 de finances pour 2025.

<sup>13</sup> Il s'agit du programme 384 *Fonds de solidarité pour le développement*.

En 2024, dans le cadre de sa troisième campagne de participation citoyenne, la Cour des comptes a été saisie d'une contribution portant sur la taxe sur les transactions financières.

Considérant que le recouvrement de la taxe « *manque grandement de transparence* » et « *pose des questions légitimes quant à son assiette, son dispositif de collecte et l'effectivité de son contrôle* », cette contribution reprenait les conclusions d'une étude du centre d'économie de la Sorbonne<sup>14</sup> selon laquelle environ un quart des transactions échapperait indûment à la fiscalité, pour un manque à gagner estimé à plus d'1 Md€ par an. Parallèlement, la saisine interrogeait le rôle du dépositaire central de titres chargé du recouvrement de la taxe, ainsi que les risques inhérents à un recouvrement opéré sur une base déclarative par un acteur privé. Elle appelait enfin à évaluer la mise en œuvre des recommandations formulées par la Cour à l'occasion de son référé de 2017.

Répondant à cette saisine citoyenne, la présente enquête a pour objet d'examiner la taxe sur les transactions financières sur les exercices 2017 à 2025, tout en rappelant le contexte et les évolutions majeures intervenues depuis 2012. Couvrant les deux composantes subsistantes de la taxe prévues aux articles 235 *ter* ZD et 235 *ter* ZD *bis* du code général des impôts, elle explore plus particulièrement ses effets économiques sur les transactions financières ainsi que les risques susceptibles d'affecter son processus de collecte.

### Méthodologie

Les travaux menés se sont appuyés sur une série d'entretiens auprès de la direction générale des finances publiques (direction de la législation fiscale, service de la gestion fiscale, direction des grandes entreprises, direction des vérifications nationales et internationales, département des études et statistiques fiscales), de la direction générale du Trésor, de la direction du budget, de l'Agence française de développement (AFD), de l'Autorité des marchés financiers (AMF), de la Banque de France, de l'association française des marchés financiers (AMAFI), de Paris Europlace, de l'association française des entreprises privées (AFEP), de représentants d'organisations non-gouvernementales, d'économistes, ainsi que de représentants des sociétés *Euroclear France* et *Euronext Paris*.

Les rapporteurs ont procédé à l'analyse du protocole du 7 septembre 2012 entre l'État et la société *Euroclear France*, du rapport d'audit sur la gestion et le contrôle de la taxe sur les transactions financières de mars 2017<sup>15</sup>, des rapports annuels remis par la société *Euroclear France* à l'État, des bulletins officiels des finances publiques relatifs à la taxe sur les transactions financières, de la documentation budgétaire relative aux recettes de l'État<sup>16</sup> et des rapports parlementaires pertinents. Ils ont opéré une revue de la littérature économique et financière relative à la taxe sur les transactions financières, en France et à l'étranger. À travers une combinaison de scripts informatiques et de traitements bureautiques, ils ont analysé les journaux de suivi produits par la société *Euroclear France* à l'État entre 2017 et 2025.

\*\*

<sup>14</sup> Gunther Capelle-Blancard, « *Stock Market Turnover and the Financial Transaction Tax in France : Who is Taxed and How Much ?* », *Working Paper*, 2023.

<sup>15</sup> Cf. DGFIP, *Gestion et contrôle de la taxe sur les transactions financières*, rapport d'audit n°2016-939-004, mars 2017.

<sup>16</sup> Rapports *Evaluation des voies et moyens* annexés au projet de loi de finances et *Situation mensuelle de l'État*.

Le présent rapport s'organise en trois chapitres.

Le premier chapitre présente le cadre juridique de la taxe et son évolution depuis sa création en 2012, en détaillant les mécanismes qui définissent son assiette, les exonérations applicables ainsi que son rendement et son affectation.

Le deuxième chapitre analyse les effets économiques de la taxe au regard de ses objectifs initiaux : il rappelle les fondements théoriques de la taxation des transactions financières, évalue les conséquences empiriques de son introduction et des relèvements successifs de son taux, puis caractérise les comportements d'évitement susceptibles de venir en réduire l'assiette.

Le troisième chapitre porte sur le processus de collecte ; il en décrit l'organisation et les contrôles mis en œuvre, puis identifie certains risques qui devraient appeler une attention particulière de la part de l'administration fiscale.

\*\*

Au-delà des constats et recommandations que comporte le présent rapport, le rapport prévu par l'article L.143-9 du code des juridictions financières relatif au suivi des recommandations de la Cour<sup>17</sup>, qui sera publié à l'automne 2026, dressera un bilan plus détaillé des suites données par l'administration aux recommandations formulées par la Cour à l'occasion de son référé de juin 2017.

| <b>Chiffres clefs<br/>de la taxe sur les transactions financières</b> |                      |
|-----------------------------------------------------------------------|----------------------|
| Année de création de la taxe :                                        | 2012                 |
| Evolution du taux de la taxe :                                        | 0,2 % (août 2012)    |
|                                                                       | 0,3 % (janvier 2017) |
|                                                                       | 0,4 % (avril 2025)   |
| Recettes de la taxe pour l'année 2025 :                               | 2,5 Md€              |
| Recettes totales pour la période 2017-2025 :                          | 15,8 Md€             |
| Total des transactions observées pour la période 2017-2025 :          | 100 788 Md€          |
| Total des transactions exonérées pour la période 2017-2025 :          | 95 490 Md€           |
| Total des transactions assujetties pour la période 2017-2025 :        | 5 297,6 Md€          |

<sup>17</sup> « La Cour des comptes publie chaque année un rapport présentant les suites données à ses observations et recommandations ainsi qu'à celles des chambres régionales et territoriales des comptes. Ce rapport est établi sur la base des comptes rendus que les destinataires de ces observations et recommandations ont l'obligation de fournir (...) ». Cf. Cour des comptes, *Quelles sont les suites des contrôles des juridictions financières ?*, rapport annuel sur le suivi des recommandations, septembre 2025.



# **Chapitre I**

## **Une taxe au rendement significatif en dépit d'une assiette étroite**

Évoquée par plusieurs économistes depuis les années 1930 (cf. chapitre II), l'idée d'une taxation des transactions financières a connu un regain d'intérêt dans les années 1990 et 2000, dans un contexte d'intensification des échanges économiques mondiaux révélant certaines fragilités du système financier international.

Toutefois, c'est à la suite de la crise financière de 2008 que la taxe sur les transactions financières a pris une dimension concrète. Face aux coûts supportés pour assurer la stabilité des institutions financières<sup>18</sup> et à l'aggravation des déficits publics, la taxe sur les transactions financières est apparue comme un moyen de faire spécifiquement contribuer le secteur financier au rétablissement de finances publiques dégradées par la crise, tout en répondant à une exigence accrue de justice fiscale et de régulation des marchés.

Le présent chapitre revient tout d'abord sur la genèse de la taxe (I), avant de présenter sa structuration (II) ainsi que son rendement et son affectation (III). Il se clôture sur un état des lieux de l'avancement du projet européen de taxe et des différentes taxes adoptées dans plusieurs pays européens (IV).

### **I - Une taxe née dans un contexte post crise financière de 2008**

La création de la taxe sur les transactions financières s'inscrit dans un contexte marqué par plusieurs initiatives inabouties aux niveaux national et européen (A), malgré la charge symbolique qui y est attachée (B).

#### **A - Plusieurs initiatives inabouties, avant une concrétisation en 2012**

Le Royaume-Uni est le premier pays à avoir mis en place une taxe sur les transactions financières, la *stamp duty*. Taxe ancienne, dont les origines remontent au XVII<sup>ème</sup> siècle, elle a

---

<sup>18</sup> Cf. Cour des comptes, *Les concours publics aux établissements de crédit : premiers constats*, rapport public thématique, juin 2009, et *Les concours publics aux établissements de crédit : bilan et enseignements à tirer*, rapport public thématique, mai 2010.

initialement été instaurée pour financer les guerres. Son fonctionnement repose aujourd'hui sur l'application d'un taux fixe ou progressif en fonction de la valeur des transactions immobilières (*stamp duty land tax*) ou financières (*stamp duty reserve tax*).

La *stamp duty reserve tax* s'applique aux transactions portant sur les actions britanniques et certaines autres valeurs mobilières négociées sur les marchés réglementés. Elle ne s'applique pas aux obligations, aux produits dérivés ou aux transactions réalisées en dehors des marchés réglementés.

Le succès de la taxe repose sur l'application du principe d'émission : la nationalité de l'entreprise émettrice des actions détermine le périmètre géographique de la taxe, et non la nationalité des contreparties ou des intermédiaires impliqués dans la transaction. Il tient également au fait que les coûts associés à la collecte sont faibles, les intermédiaires financiers étant directement responsables de la collecte et du versement aux autorités fiscales compétentes. Après trois siècles d'existence, la *stamp duty* fait figure de modèle et a été source d'inspiration pour la taxe française.

Un premier projet français voté en loi de finances pour 2002 avait créé une taxe assise sur les échanges de devises, qui n'est jamais entrée en vigueur. En effet, la loi précisait qu'elle ne prendrait effet qu'après l'instauration d'une taxe sur les transactions de devises dans l'ensemble des États membres de l'Union Européenne, condition qui n'a pas été remplie. Aussi le décret d'application permettant l'entrée en vigueur du dispositif n'a-t-il jamais été pris<sup>19</sup>.

Des projets de taxe sur les transactions financières sont revenus à l'ordre du jour au moment de la crise financière dans les années 2007-2008, notamment au niveau européen (cf. IV). À l'occasion de ces débats, le fonds monétaire international (FMI) avait envisagé la création d'une taxe sur l'activité financière, c'est-à-dire une taxe sur les rémunérations et sur les profits des banques. Le FMI avait alors proposé au G20 et à la Commission européenne une combinaison de la taxe sur les transactions financière et de la taxe sur l'activité financière, la Commission ayant finalement opté pour une taxation des transactions seulement<sup>20</sup>.

À l'occasion du vote de la loi de finances rectificative du 14 mars 2012, le Parlement a concrétisé à l'échelle nationale l'idée d'une taxation des transactions financières en instaurant une taxe qui devait entrer en vigueur le 1<sup>er</sup> août 2012.

L'exposé des motifs de l'article 2 du projet de loi présentait les finalités que devait poursuivre cette taxe : *« le secteur financier a bénéficié à la suite de la crise de 2008 d'un soutien légitime et important des États. À l'heure où l'ensemble des contribuables sont sollicités pour participer à l'effort collectif de redressement des finances publiques, il est légitime que le secteur financier apporte également sa contribution, d'autant que la crise est en partie le fruit de dysfonctionnements des marchés financiers. La taxation des transactions financières proposée par le Gouvernement préfigure, en l'adaptant aux contraintes d'une taxe exclusivement nationale, l'adoption d'une taxe plus large, inspirée de la proposition de directive présentée en septembre 2011 par la Commission européenne. La France continuera avec ses partenaires à s'impliquer très fortement en vue de l'adoption rapide d'un projet*

<sup>19</sup> Les dispositions de la loi de finances initiale pour 2002, codifiées dans le code général des impôts à l'article 235 *ter* ZD, ont été remplacées en 2012 par celles relatives à la taxe actuellement en vigueur.

<sup>20</sup> COM(2011) 594 final : proposition de directive du Conseil établissant un système commun de taxe sur les transactions financières et modifiant la directive 2008/7/CE

*européen.* ». Si cet exposé assumait clairement l'objectif de faire contribuer le secteur financier au redressement des finances publiques, il n'indiquait pas que la taxe viserait de manière ciblée certaines opérations financières seulement. Autrement dit, il ne précisait pas, ou n'anticipait pas, que l'assiette en serait relativement étroite et les motifs d'exonération nombreux.

## **B - Une taxe à forte charge symbolique**

La création de la taxe sur les transactions financières revêt une forte charge symbolique, tant sur le plan économique que politique et sociétal. Son instauration a été promue par de nombreuses organisations non gouvernementales, au premier rang desquelles l'association pour la taxation des transactions financières et pour l'action citoyenne (ATTAC) ou l'organisation non-gouvernementale Oxfam, qui s'est fixé comme objectif de lutter contre les conséquences de la pauvreté dans le monde.

Sur le plan économique, l'instauration de la taxe avait pour objectif d'encadrer davantage le système financier en introduisant une contribution de ses acteurs, notamment les investisseurs institutionnels et les grandes entreprises. Elle visait également à compenser les effets défavorables des opérations à haute fréquence, critiquées pour leur déconnexion supposée avec l'économie réelle. Plus largement, la taxe incarnait une volonté de réduire les risques systémiques et de promouvoir une finance stable et équitable.

Sur le plan politique, la mise en place de la taxe en France entendait répondre à des attentes de justice fiscale et de lutte contre les inégalités. Elle symbolisait un engagement de la France en faveur d'une contribution spécifique du secteur financier aux dépenses publiques. Elle s'inscrivait dans une perspective européenne, avec des initiatives similaires dans d'autres pays, renforçant ainsi la cohésion et la solidarité au sein de l'Union européenne.

Sur le plan sociétal enfin, la taxe a été présentée par ses promoteurs comme un outil de redistribution des richesses. L'affectation d'une partie des recettes de la taxe à l'aide au développement constituait un ressort important de sa charge symbolique, renforçant son caractère à la fois solidaire et international. Cette affectation renforçait l'image de la France en tant qu'acteur engagé dans la solidarité avec les pays en développement, dans la gouvernance mondiale et la régulation du système financier. Elle répondait également aux critiques concernant l'opacité et l'instabilité des flux financiers internationaux, en démontrant que des recettes tirées de la taxation du secteur financier pouvaient être utilisées à des fins humanitaires.

## **II - Une taxe structurée autour de trois composantes**

Contrairement à ce que son libellé suggère, la taxe sur les transactions financières ne couvre en réalité qu'une part très réduite de ces dernières. Dès son institution et sa codification aux articles 235 *ter* ZD, 235 *ter* ZD *bis* et 235 *ter* ZD *ter* du code général des impôts (CGI), la taxe a été structurée autour de trois composantes distinctes :

- une taxe sur les acquisitions de titres de capital ou assimilés ;
- une taxe sur les ordres annulés dans le cadre d'opérations à haute fréquence ;
- une taxe sur les acquisitions de contrats d'échange sur défaut d'un État.

En pratique, seule la première composante s'est révélée opérante (A). La deuxième, qui porte sur les ordres annulés dans le cadre d'opérations à haute fréquence, est demeurée marginale tandis que la troisième, jamais appliquée, a été supprimée en 2019 (B).

## **A - Une composante principale portant sur l'acquisition de titres de capital ou assimilés, dont le taux a doublé depuis son entrée en vigueur**

La composante principale de la taxe sur les transactions financières porte sur une part étroite de l'ensemble des transactions financières, réduite aux seules acquisitions d'actions. Elle est en outre caractérisée par l'existence de nombreuses exonérations s'appliquant à son assiette. Depuis son entrée en vigueur, ses principaux paramètres n'ont pas varié, à l'exception de son taux qui a été relevé à 0,3 % au 1<sup>er</sup> janvier 2017 puis à 0,4 % au 1<sup>er</sup> avril 2025.

### **1 - Le choix d'une assiette réduite aux actions**

Le champ d'une taxe sur les transactions financières peut *a priori* s'étendre à l'ensemble des transactions. C'est par exemple l'orientation qui avait été retenue en 2011 dans le projet de taxe de la Commission européenne avec l'ambition d'une assiette large (cf. IV). Les raisons pour lesquelles, en France, le Gouvernement a proposé un champ restreint aux seules actions sont explicitées dans l'évaluation préalable présentée dans le projet de loi de finances rectificative pour 2012 :

« - (ii) *une taxation des obligations, d'État ou d'entreprises, désavantagerait fortement le financement à long terme de la France en comparaison des autres pays européens qui n'ont pas mis en œuvre la taxe ;*

- (iii) *une taxation généralisée des dérivés (contrats financiers) au seul niveau national serait aujourd'hui impossible. En effet, les dérivés échangés de gré à gré (OTC) ne font pas aujourd'hui l'objet d'un système de déclaration systématique et centralisé, par exemple auprès de bases de données centrales. Partant, une identification exhaustive des transactions portant sur ces derniers, et par suite leur taxation, est aujourd'hui impossible à mettre en œuvre dans un seul pays. Quant à la taxation des dérivés listés portant sur des actions, elle serait partiellement redondante avec la taxation des actions (les dérivés sur actions sont taxés lors du dénouement par livraison d'actions) ; par ailleurs elle aboutirait à une évasion rapide des flux de dérivés listés échangés à Paris dans d'autres pays au profit d'autres places européennes. Ce segment de marché étant particulièrement concurrentiel, l'assiette d'une telle taxe risquerait de se réduire à zéro à brève échéance. Ce résultat serait contradictoire avec l'objectif de rendement poursuivi par la taxe. ».*

Ces explications mettent en lumière les contraintes prises en compte lors de la conception de la taxe :

- ne pas pénaliser le financement de l'État ni celui des entreprises françaises : cette contrainte a été respectée s'agissant des obligations, qui sont exclues de l'assiette de la taxe ; l'assujettissement des transactions sur les actions émises par des sociétés françaises est toutefois de nature à accroître leur coût de financement (cf. chapitre II), risque auquel l'État s'est soustrait *ab initio* ;

- ne pas pénaliser le secteur financier français (banques, entreprises d'investissement, marchés...) en provoquant la délocalisation des transactions ;
- ne pas retenir des éléments d'assiette dont la taxation s'avèrerait impossible en pratique.

## 2 - Une assiette définie selon le principe d'émission

La taxe s'applique aux achats d'actions émises par une société dont le siège social est situé en France et dont la capitalisation boursière dépasse un milliard d'euros au 1<sup>er</sup> décembre de l'année précédant celle d'imposition. La liste des entreprises concernées est actualisée chaque année et publiée en annexe au bulletin officiel des finances publiques<sup>21</sup>.

S'agissant de la fixation d'un seuil minimal de capitalisation boursière, l'évaluation préalable du projet de loi de finances rectificative pour 2012 indiquait que ce choix avait été retenu « *afin de ne pas pénaliser l'accès au financement de marché des petites sociétés* ». Il a conduit à ce que seules les actions d'un petit nombre d'entreprises (entre 109 et 146 depuis 2012) soient, *in fine*, concernées.

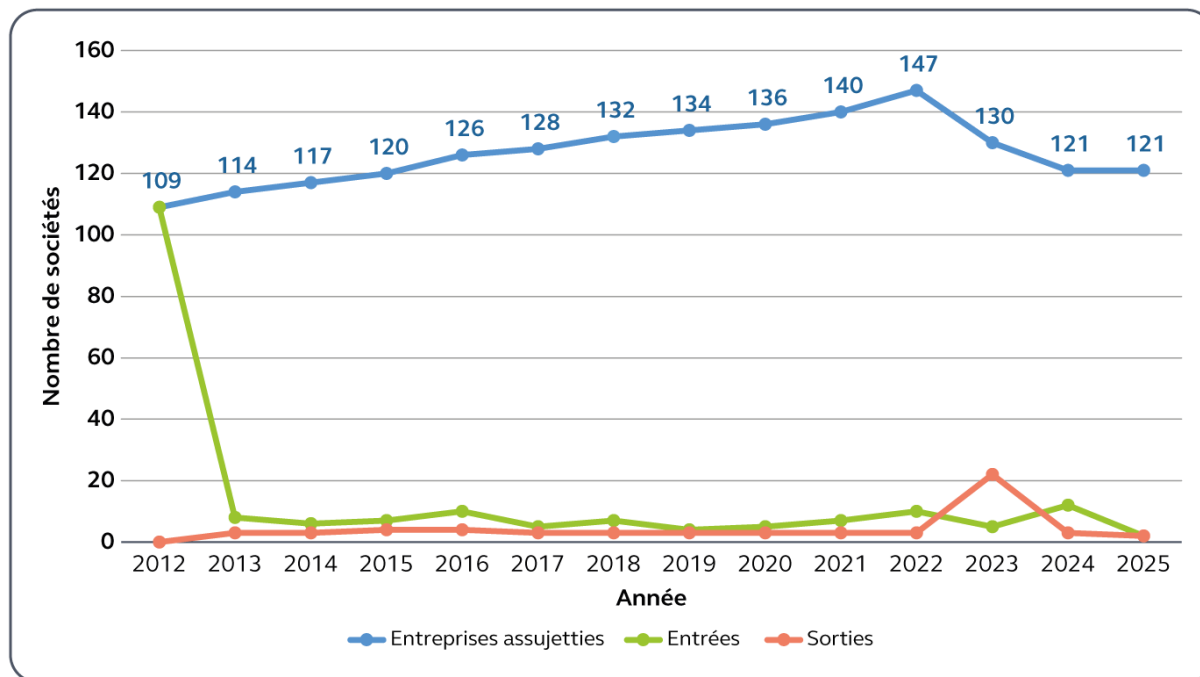
**Tableau n° 1 : évolution du nombre de sociétés françaises  
dont les achats d'actions sont soumis à la taxe sur les transactions financières**

| <i>Année</i> | <i>Nombre de sociétés</i> |
|--------------|---------------------------|
| 2012         | 109                       |
| 2013         | 114                       |
| 2014         | 128                       |
| 2015         | 134                       |
| 2016         | 140                       |
| 2017         | 138                       |
| 2018         | 132                       |
| 2019         | 135                       |
| 2020         | 127                       |
| 2021         | 128                       |
| 2022         | 146                       |
| 2023         | 130                       |
| 2024         | 121                       |
| 2025         | 121                       |

Source : BOFiP, arrêtés ministériels, documents budgétaires  
(Voies et Moyens)

<sup>21</sup> BOI-TCA-FIN-10-10 : « Le seuil de capitalisation doit être apprécié au 1<sup>er</sup> décembre précédant l'année d'imposition, par référence au dernier cours connu à la clôture de ce jour de cotation ou, le cas échéant, par référence au dernier cours connu à la clôture du dernier jour de cotation précédant cette date. »

**Graphique n° 1 : évolution du nombre d'entreprises concernées par la taxe sur les transactions financières (2012-2025)**



Source : Cour des comptes à partir des BOFiP

Une caractéristique importante de cette assiette est le principe dit « d'émission » : les titres assujettis à la taxe sont ceux émis par des sociétés établies en France. D'autres définitions auraient pu faire porter la taxe sur l'ensemble des actions échangées sur les marchés français ou par des agents installés en France (principe de résidence).

Le choix du principe d'émission est ainsi justifié dans l'évaluation préalable du projet de loi de finances rectificative : « *ce critère de territorialité a l'avantage de ne pas décourager les entreprises étrangères de choisir Paris comme lieu de cotation, puisque le lieu de cotation n'est pas le critère territorial retenu. Il ne comporte aucune incitation pour les intermédiaires financiers à s'établir hors de France, puisque, à la différence de l'IOB<sup>22</sup>, le lieu de résidence de l'intermédiaire n'a pas d'incidence sur la taxe. La seule façon de sortir leurs titres du champ de la taxe serait, pour les entreprises émettrices, de déplacer leur siège social hors de France, décision qui ne saurait être prise sur le seul motif d'une taxe de 0,1 % sur les transactions du marché secondaire* ».

Il s'agissait de ne pas pénaliser les intermédiaires financiers installés en France. Le projet de loi de finances rectificative pour 2012 rappelait en effet les inconvénients que comportait la définition sur un critère de résidence de l'impôt sur les opérations de bourse (IOB) encore en vigueur jusqu'en 2007<sup>23</sup>. Le projet français bénéficiait à cet égard des enseignements de

<sup>22</sup> Impôt sur les opérations de bourse.

<sup>23</sup> Le rendement de l'impôt sur les opérations de bourse s'est élevé à environ 250 M€ en 2007. Il a été remplacé dans la loi de finances initiale pour 2008 par une hausse du taux d'imposition (de 16 % à 18 %) des plus-values de cessions de valeurs mobilières.

l'expérience suédoise<sup>24</sup>, et considérait que le risque d'un déplacement des sièges sociaux était mineur compte tenu du faible taux de la taxe.

L'évaluation préalable du Gouvernement mentionnait un autre risque, à savoir la possibilité que des investisseurs renoncent totalement à réaliser des transactions sur des titres de sociétés françaises, sans toutefois fournir une évaluation de son ampleur ou démontrer qu'il serait limité<sup>25</sup>.

Enfin, si la taxe ne concerne que les actions émises par des sociétés françaises, elle s'applique à l'ensemble des transactions, quel que soit le lieu de leur réalisation. La taxation des transactions exécutées à l'étranger soulève toutefois des questions, en particulier sur le plan des contrôles (cf. chapitre III).

Les entreprises dont l'acquisition de titres est soumise à la taxe sur les transactions financières appartiennent à tous les secteurs de l'activité économique.

**Tableau n° 2 : répartition sectorielle (NAF) des entreprises concernées par la taxe sur les transactions financières (nombre moyen, 2012-2025)**

| Catégorie                   | Nombre | Exemples                      |
|-----------------------------|--------|-------------------------------|
| Industrie manufacturière    | 43     | L'Oréal, LVMH, Air Liquide    |
| Banque et finances          | 15     | BNP Paribas, Société générale |
| Informatique et services    | 13     | Capgemini, Planisware         |
| Transports et logistique    | 10     | Air France-KLM, Getlink       |
| Immobilier                  | 9      | Unibail, Klepierre            |
| Energie et extraction       | 8      | TotalEnergies, Engie          |
| Audiovisuel et médias       | 8      | Vivendi, TF1                  |
| Construction                | 4      | Vinci, Bouygues               |
| Commerce gros/détail        | 4      | Carrefour, Rexel              |
| Hébergement et restauration | 4      | Accor, Sodexo                 |
| Santé et loisirs            | 2      | Bureau Veritas, FDJ           |
| Hébergement de données      | 1      | OVH Groupe                    |
| Total                       | 121    |                               |

Note : les entreprises citées en exemples sont concernées chaque année par la taxe sur les transactions financières depuis 2012.

Source : Cour des comptes à partir des bulletins officiels des finances publiques et de la classification Sirene – Nomenclature des activités françaises

<sup>24</sup> Entre 1984 et 1991, les transactions réalisées en Suède sur un large éventail de produits (y compris les dérivés) ont été taxées. Il en est résulté un effondrement du volume des transactions réalisées en Suède, notamment celles sur les produits dérivés qui ont totalement disparu et se sont délocalisées, principalement vers Londres.

<sup>25</sup> Les analyses des conséquences de l'instauration de la taxe sur les transactions financières sur le volume des actions échangées ainsi que des effets de substitution sont présentées dans le deuxième chapitre du rapport.

### 3 - Le transfert de propriété, fait générateur de la taxe

La taxe sur les transactions financières porte sur les acquisitions à titre onéreux de titres de capital, à condition qu'elles donnent lieu à un transfert de propriété, matérialisé juridiquement par l'inscription du titre acquis sur le compte-titres de l'acquéreur. Telle qu'elle a été mise en place, la taxe ne frappe donc pas toutes les transactions financières, sa base étant définie par la « position nette acheteuse » en fin de journée, calculée titre par titre, à l'étape dite de « règlement-livraison » qui comprend d'une part, le paiement de la transaction et d'autre part, la livraison du titre (cf. graphique n°2).

Cette livraison, qui se matérialise par l'inscription du titre sur le compte-titres de l'acquéreur et le transfert de propriété, a lieu en règle générale deux jours après la transaction. Si une personne réalise au cours d'une même journée à la fois des achats et des ventes sur un même titre, seul le solde de ces opérations donne lieu à une livraison (en J+2). Si les achats sont supérieurs aux ventes, la taxe est due sur le solde, c'est-à-dire sur le montant des acquisitions nettes du titre (la « position nette acheteuse »). Si les ventes sont plus nombreuses que les achats, aucune taxe n'est due puisque les opérations de la journée se soldent par une vente nette.

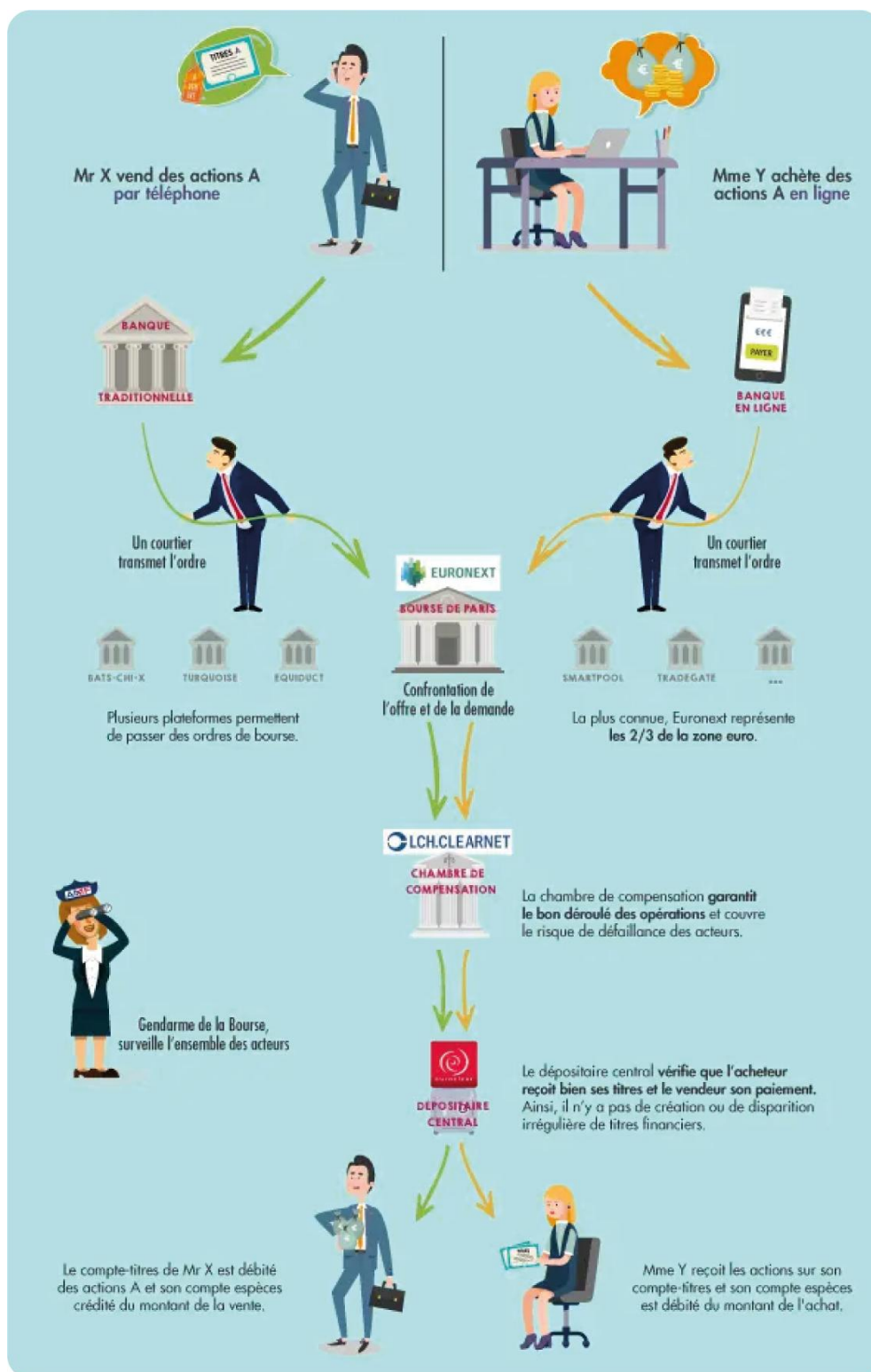
La taxe est liquidée et due par le prestataire de services d'investissement, juridiquement redevable de la taxe quel que soit son lieu d'établissement<sup>26</sup>. Dans les faits, le prestataire de services d'investissement a la possibilité de répercuter le coût de la taxe sur ses clients lorsqu'il leur facture des frais de transactions. Dans ces conditions, la taxe conduit à accroître le coût d'achat des actions des sociétés françaises incluses dans son périmètre. Par ailleurs, tout prestataire de services d'investissement reste assujéti à la taxe au titre de ses activités pour compte propre, lorsqu'elles ne s'inscrivent pas dans les cas d'exonération<sup>27</sup>.

---

<sup>26</sup> Au sens de l'article L321-1 du code monétaire et financier, c'est le prestataire de services ayant exécuté l'ordre d'achat du titre. Lorsque plusieurs prestataires de services d'investissement<sup>†</sup> interviennent pour l'exécution de l'ordre d'achat d'un titre, la taxe est liquidée et due par celui qui reçoit directement de l'acquéreur final l'ordre d'achat. Lorsque l'acquisition a lieu sans intervention d'un prestataire de services d'investissement <sup>†</sup>, la taxe est liquidée et due par l'établissement assurant la tenue de compte de conservation, quel que soit son lieu d'établissement.

<sup>27</sup> En France, depuis la loi du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires (loi SRAB), les banques ont l'obligation d'isoler au sein d'une filiale leurs activités pour compte propre.

## Schéma n° 1 : chaîne de traitement des titres en cas d'un achat de titre



Note : depuis novembre 2023, la chambre de compensation par défaut pour les valeurs cotées sur Euronext est Euronext Clearing. D'autres chambres de compensation sont susceptibles d'intervenir également.

Source : Autorité des marchés financiers

#### 4 - Une série d'exonérations destinées à limiter les effets distorsifs de la taxe

Afin de ne pas taxer les opérations ayant une utilité économique ou nécessaires à la régulation du marché, le II de l'article 235 *ter* ZD du code général des impôts prévoit que la taxe applicable à l'acquisition d'un titre de capital n'est pas exigible dans neuf cas<sup>28</sup>:

1. les acquisitions réalisées sur le marché primaire, c'est-à-dire l'introduction de nouveaux titres sur le marché<sup>29</sup> ;
2. les opérations réalisées par des chambres de compensation et un dépositaire central de titres ;
3. les opérations de tenue de marché ;
4. les opérations réalisées dans le cadre de contrats de liquidité ;
5. les opérations intra-groupe et les opérations de restructuration ;
6. les cessions temporaires de titres, notamment les opérations de mise en pension ;
7. les opérations réalisées dans le cadre de l'épargne salariale ;
8. les opérations réalisées dans le cadre d'un plan d'épargne d'entreprise ;
9. les obligations échangeables ou convertibles en actions ; dans ce cas, si l'acquisition de l'obligation n'est pas taxée, l'échange ou la conversion de l'obligation en action, considérés comme des acquisitions à titre onéreux, sont en revanche soumis à la taxe.

Dans le cadre réglementaire européen issu de la directive MiFID II<sup>30</sup> et du règlement MiFIR<sup>31</sup>, les opérations de tenue de marché se définissent comme celles menées par un établissement financier, agissant pour compte propre, afin de maintenir de façon régulière, continue et prévisible, des prix d'achat (*bid*) et de vente (*ask*) fermes et visibles pour un ou plusieurs instruments financiers, dans le but d'assurer la liquidité du marché et de favoriser son bon fonctionnement. Pour ce qui concerne la taxe sur les transactions financières, un bulletin officiel des finances publiques précise les critères de reconnaissance de ces opérations.

---

<sup>28</sup> Les conditions à remplir pour bénéficier de ces exonérations sont précisées dans l'instruction fiscale BOI-TCA-FIN-10-20 publiée le 18 novembre 2014.

<sup>29</sup> Leur taxation est interdite par l'article 5 de la directive 2008/7 CE du Conseil du 12 février 2008.

<sup>30</sup> Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE (refonte).

<sup>31</sup> Règlement (UE) n° 600/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012.

### Les critères de reconnaissance de l'activité de tenue de marché

À l'occasion de la publication de son bulletin officiel des finances publiques (BOFiP) BOI-TCA-FIN-10-30, l'administration fiscale a détaillé dans la doctrine fiscale opposable<sup>32</sup> les conditions dans lesquelles les acquisitions de titres réalisées dans le cadre d'une activité de tenue de marché peuvent bénéficier d'une exonération. Le texte définit la tenue de marché par sa finalité économique, à savoir la fourniture continue de liquidité. Les opérations doivent s'inscrire dans un engagement de coter à l'achat et à la vente de manière régulière, et non dans une logique d'investissement ou de poursuite d'un gain à la revente à moyen terme (*trading* directionnel). L'exonération est conditionnée à un statut formel de teneur de marché, reconnu par l'opérateur ou la plateforme de négociation, et à un lien direct entre les transactions et les obligations de cotation. Le redevable doit pouvoir démontrer que les opérations sont nécessaires à la tenue de marché et en assurer la traçabilité en cas de contrôle.

La définition fiscale des activités de tenue de marché utilisée dans le cadre de la collecte de la taxe sur les transactions financières est identique, en ce qui concerne les établissements bancaires, à celle définie par la loi du 27 juillet 2013 relative à la séparation et à la régulation des activités bancaires<sup>33</sup>.

## B - Deux composantes accessoires, dont l'une a été supprimée en 2019

Au-delà de sa composante principale, la taxe sur les transactions financières comprenait initialement deux composantes accessoires : une première sur les ordres annulés dans le cadre d'opérations à haute fréquence, dont le rendement est quasi nul, d'une part ; une seconde sur les contrats d'échange sur défaut souverain, qui a été supprimée en 2019, d'autre part.

### 1 - La taxation des ordres annulés dans le cadre des opérations à haute fréquence

La deuxième composante de la taxe vise les opérations à haute fréquence ou *high-frequency trading* (HFT), qui se caractérisent par l'envoi d'une succession d'ordres au marché dans des délais très courts, avec une proportion élevée d'ordres faisant l'objet d'une modification ou d'une annulation. Depuis sa création, son rendement a été quasi nul.

Selon l'évaluation préalable du projet de loi de finances rectificative de mars 2012, « la taxation d'une fraction des ordres annulés réduira l'activité des opérateurs de HFT dont l'horizon d'investissement est à très court terme et qui n'apporte pas au marché une liquidité stable et utile. La diminution des transactions à très court terme contribuera à rendre le fonctionnement du marché plus transparent pour les investisseurs de long terme, mais aussi pour les régulateurs, dont la capacité accrue de supervision renforcera à son tour la stabilité du marché parisien. »

<sup>32</sup> Les critères fixés par la doctrine fiscale sont opposables à l'administration mais ne lient pas le juge de l'impôt.

<sup>33</sup> Pour ces établissements, l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) contrôle que la distinction de l'activité de tenue de marché est bien établie en se fondant, notamment, sur des indicateurs précisant les conditions de présence régulière sur le marché, l'activité minimale sur le marché, les exigences en termes d'écarts de cotation proposés et les règles d'organisation internes des limites des risques. Ces indicateurs, dont la liste est fixée par un arrêté du ministre chargé de l'économie, sont adaptés en fonction des instruments financiers négociés et des lieux de négociation sur lesquels s'effectue l'activité de tenue de marché. Les établissements bancaires doivent mettre en place des « cartographies » auditables de leurs différentes activités et fournir régulièrement des indicateurs à l'ACPR et à l'Autorité des marchés financiers (AMF).

Le décret n°2012-957 du 6 août 2012 relatif à la taxe sur les opérations à haute fréquence sur titre de capital en précise les modalités d'application. Il prévoit que le seuil caractérisant des opérations à haute fréquence est fixé à une demi-seconde. D'après le bulletin officiel des finances publiques, ce seuil est à comparer, pour un service de négociation (*desk*) et pour un titre, à la valeur médiane mesurée sur un mois de la durée séparant les instructions d'achat ou de vente et les instructions visant à les modifier ou les annuler. Si cette valeur médiane est inférieure à une demi-seconde, le service de négociation est réputé réaliser une opération à haute fréquence sur le titre considéré et se trouve donc assujéti à la taxe au cours du mois suivant pour les opérations relatives à ce titre. Le décret fixe par ailleurs le seuil d'annulations ou de modifications des ordres au-delà duquel la taxe s'applique. Ce seuil est fixé à 80 % : ainsi, dès lors qu'au cours d'une même journée et sur un même titre, la proportion des ordres annulés ou modifiés<sup>34</sup> dépasse 80 %, une taxe égale à 0,01 % du montant<sup>35</sup> des ordres annulés ou modifiés excédant ce seuil de 80 % est due par l'entreprise ayant passé les ordres.

Les opérations à haute fréquence entrant dans le champ de la taxe sont celles réalisées par une entreprise exploitée en France, y compris les succursales d'établissements étrangers. Par ailleurs, à la différence de la composante principale, la taxe porte sur tous les titres de capital, quelle que soit la localisation du siège de l'entreprise émettrice.

## **2 - La taxation des acquisitions de contrats d'échange sur défaut d'un État de l'Union européenne sans couverture, jamais appliquée puis supprimée en 2019**

La loi de finances rectificative pour 2012 prévoyait qu'une taxe s'applique à tout achat par une personne physique domiciliée en France, une entreprise exploitée en France ou une entité juridique établie ou constituée en France, d'un instrument dérivé servant au transfert du risque de crédit (*credit default swap*) sur la dette d'un État<sup>36</sup>.

La taxe était due lors de la conclusion du contrat d'échange sur défaut souverain. Son montant s'élevait à 0,01 % de la valeur notionnelle du contrat. Elle était due seulement lorsque l'achat du contrat de couverture ne servait pas à couvrir un risque auquel le bénéficiaire serait exposé. *A contrario*, elle n'était pas due lorsque le bénéficiaire du contrat soit détenait une position longue correspondante sur la dette de cet État (*i.e.* le bénéficiaire détient des obligations émises par cet État), soit détenait des actifs ou des engagements dont la valeur était corrélée à la valeur de la dette de cet État. La taxation portait donc uniquement sur les contrats d'échange sur défaut de dette souveraine « à nu », c'est-à-dire dépourvus d'utilité en termes de couverture d'actifs déjà détenus.

<sup>34</sup> Ce calcul porte sur le nombre de titres : la proportion est calculée en rapportant le nombre de titres sur lesquels portent les ordres annulés ou modifiés au nombre de titres sur lesquels portent les ordres initiaux ou modifiés.

<sup>35</sup> Le montant de l'assiette sur laquelle s'applique la taxe due est calculé en multipliant le nombre de titres excédant le seuil de 80 % par la valeur moyenne du titre au cours de la journée.

<sup>36</sup> Selon le Bulletin officiel des finances publiques (BOI-TCA-FIN-30-20130419) du 19 avril 2013 : « les CDS sont des contrats de protection financière, par lesquels l'acheteur de protection verse au vendeur de protection, une prime en contrepartie de laquelle il obtient le droit, en cas d'événement de crédit affectant l'État, soit d'obtenir une somme correspondant à la différence entre la valeur nominale et la valeur de marché des obligations souveraines, soit de livrer ces obligations contre le paiement d'un prix correspondant à leur valeur nominale. »

Or, le règlement UE 236/2012 du 14 mars 2012 sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit a interdit ces contrats en prévoyant dans son article 14-1 que : « *une personne physique ou morale ne peut conclure des contrats d'échange sur défaut souverain que si la transaction ne se traduit pas par une position non couverte sur un contrat d'échange sur défaut souverain telle que visée à l'article 4.* ». En d'autres termes, la législation a proscrit l'acquisition de contrats d'échange sur défaut souverain (*credit default swap*) aux investisseurs qui ne sont pas effectivement détenteurs de dettes souveraines. Cette interdiction édictée à la suite des travaux menés en 2009 et 2010 au niveau européen pour tirer les conséquences de la crise financière, a enlevé toute portée concrète à l'article 235 *ter* ZD *ter* du code général des impôts, conduisant à sa suppression par la loi de finances pour 2019.

### **III - Un produit de 2,53 Md€ en 2025, en dépit d'amples exonérations**

Le rendement de la taxe sur les transactions financières a enregistré une progression globale depuis 2017 (A). Sa prévision est fiable en dépit d'une méthodologie peu sophistiquée (B). Les exonérations accordées viennent minorer de façon significative le rendement de la taxe (C). Comme décidé lors de son institution, une part de son produit a été directement affectée à l'aide publique au développement jusqu'en 2025 (D).

#### **A - Un produit dynamique porté par la composante principale de la taxe**

Le rendement de la taxe sur les transactions financières a fait l'objet de deux évaluations préalables, dans les deux projets de loi de finances rectificative déposés les 8 février et 4 juillet 2012.

Le premier projet de loi de finances rectificative de 2012, qui prévoyait l'instauration de la taxe, évaluait son produit annuel à 1,1 Md€, en provenance exclusive de sa composante principale relative à la taxation des achats d'actions. Le produit des composantes accessoires, supposé faible, n'était pas chiffré. Il était en effet attendu que la taxe sur les opérations à haute fréquence et celle sur l'acquisition de contrats d'échange sur défaut souverain aient pour effet de dissuader les transactions visées et donc génèrent peu de produit.

La chronique des recettes de la taxe sur les transactions financières (ci-dessous) a été établie<sup>37</sup> en additionnant les montants alloués à l'État et ceux destinés à l'aide publique au développement, retracés dans l'annexe *Voies et Moyens* tome 1 du projet de loi de finances. Le détail des recettes de la composante relative aux opérations à haute fréquence a été obtenu directement auprès de la direction des grandes entreprises.

---

<sup>37</sup> La direction du budget a indiqué qu'il n'existe aucun document de synthèse indiquant de manière consolidée le périmètre total de la taxe.

**Tableau n° 3 : recettes de la taxe sur les transactions financières de 2017 à 2025**

| <b>Année</b> | <b>Taxe sur les achats de titres de capital</b> | <b>Taxe sur les opérations à haute fréquence</b> |
|--------------|-------------------------------------------------|--------------------------------------------------|
| 2017         | 1 459 M€                                        | 1 603 €                                          |
| 2018         | 1 572 M€                                        | 8 279 €                                          |
| 2019         | 1 443 M€                                        | 306 €                                            |
| 2020         | 1 785 M€                                        | 0 €                                              |
| 2021         | 1 705 M€                                        | 271 €                                            |
| 2022         | 1 889 M€                                        | 54 €                                             |
| 2023         | 1 605 M€                                        | 0 €                                              |
| 2024         | 1 860 M€                                        | 0 €                                              |
| 2025         | 2 526 M€                                        | 0 €                                              |
| <b>Total</b> | <b>15 844 M€</b>                                | <b>10 513 €</b>                                  |

Source : Cour des comptes d'après documents budgétaires, données de la direction générale du Trésor et données de la direction des grandes entreprises

Le produit de la taxe sur les transactions financières a connu un net ressaut en 2025, à la suite du rehaussement de son taux de 0,3 % à 0,4 %, au 1<sup>er</sup> avril 2025.

## **B - Une prévision fiable malgré une méthodologie peu sophistiquée**

Du fait de son rendement limité à l'échelle des recettes fiscales de l'État, la taxe sur les transactions financières ne fait pas l'objet d'une attention du département des études et statistiques fiscales (DESF) de la DGFIP comparable à celle accordée à l'impôt sur les sociétés ou à la taxe sur la valeur ajoutée (TVA).

Cependant, à l'occasion de chaque réunion de prévision des recettes de l'État tenue sous l'égide de la direction du budget, soit cinq ou six fois par an, le DESF, la direction du budget et la direction générale du Trésor actualisent les prévisions de recettes de la taxe, hors mesures nouvelles<sup>38</sup>. À cette occasion, le DESF et la direction générale du Trésor confrontent leurs chiffrages et s'efforcent de parvenir à un consensus.

<sup>38</sup> Les mesures nouvelles font l'objet d'un chiffrage distinct par la direction de la législation fiscale ou par la direction générale du Trésor.

**Méthodologie d'estimation du produit de la taxe sur les transactions financières**

Pour l'exercice N, la prévision des recettes de la taxe sur les transactions financières effectuée par le DESF repose sur l'application d'un coefficient d'évolution ( $\gamma$ ) au montant des recettes perçues pour l'exercice N-1. Le coefficient  $\gamma$  est calculé sur la base de l'évolution des cotations boursières des entreprises dont l'acquisition des titres est assujettie. Ce coefficient est constitué des variations anticipées des trois composantes de l'indexation :

- le nombre d'entreprises soumises à la taxe, déterminé par une liste publiée au BOFiP fin N-1, des sorties d'éligibilité en cours d'année demeurant possibles si une entreprise ne satisfait plus les critères qui conduisaient à son inscription ;
- l'évolution prévisionnelle des volumes échangés ( $\gamma$  compris intra-journaliers) ;
- l'évolution du prix moyen des titres (par mois hors valeurs exceptionnelles ou liées à des volumes échangés aberrants) à liste d'entreprises et volumes échangés donnés.

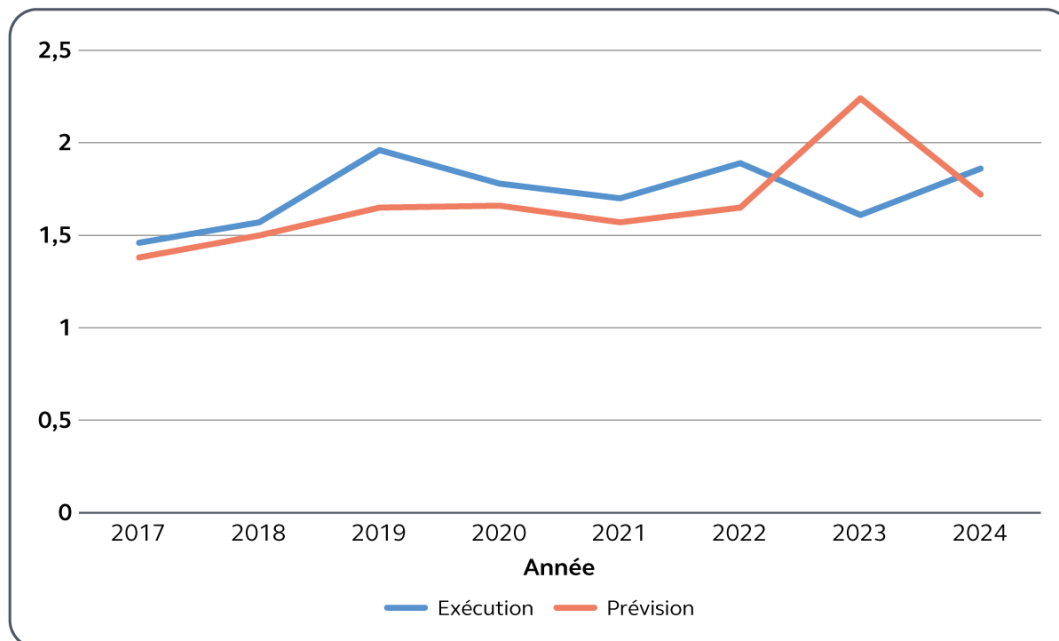
La prévision finale résulte d'un accord entre la direction générale du Trésor et le DESF. En cours d'exécution d'une année budgétaire, le montant de la prévision des recettes de la taxe peut être révisé selon les remontées comptables à disposition. À chaque exercice de prévision, le montant retenu résulte d'un consensus entre prévisionnistes des administrations.

Les prévisions de recettes de la taxe s'effectuent à taux constant. Lorsque ce dernier a été revu à la hausse, comme au printemps 2025, l'augmentation attendue des recettes est traitée en tant que « mesure nouvelle » par la direction de la législation fiscale et la direction générale du Trésor. Le calcul du DESF n'intègre pas d'hypothèse relative à une éventuelle évaporation de l'assiette en cas de hausse des taux : cette hypothèse est, le cas échéant, implicitement prise en compte dans l'hypothèse de variation des volumes échangés, et pourrait l'être à titre secondaire dans l'hypothèse de prix si la variation de taux justifiait l'anticipation d'adaptations des acteurs de marché dans la valorisation des actifs.

De même, la méthodologie de chiffrage ne formule pas d'hypothèse sur les équilibres entre transactions intra-journalières et inter-journalières : implicitement, en appliquant aux recettes budgétaires N-1 une variation du volume mesurée sur l'ensemble des transactions (et pas seulement sur les transactions inter-journalières sujettes à taxation, faute de pouvoir les isoler), il est supposé que la structure des échanges demeure stable dans le temps et inélastique à court terme à une variation du taux de la taxe.

Tout en convenant que cette méthode est peu sophistiquée, le DESF la considère pertinente et adaptée à ses besoins. De fait, ne sont constatés que des écarts modérés entre prévision et exécution (sauf en 2023 et 2025, année où son taux a été revu après le dépôt du PLF).

**Graphique n° 2 : évolution des prévisions de recettes et de l'exécution de la taxe sur les transactions financières (Md€ - 2017-2025)**



Source : Cour des comptes d'après documents budgétaires, 2012-2025

Hormis la prévision pour 2013, largement surestimée par rapport à l'exécution<sup>39</sup>, le réajustement à la baisse de la prévision pour les années 2014 à 2017, a permis de rapprocher prévision et exécution. Jusqu'en 2022 ensuite, les courbes sont globalement cohérentes entre elles, l'exécution étant toujours légèrement supérieure à la prévision. En 2023 toutefois, les recettes se sont élevées à 1 077 M€, soit une moins-value de 635 M€ par rapport à la loi de finances initiale pour 2023, en raison notamment, d'après les explications fournies par les documents budgétaires<sup>40</sup>, de la sortie de certaines entreprises de l'assiette à la suite de la diminution de leur valorisation boursière en 2022 et de la baisse des volumes de transactions. *A contrario*, en 2025, le produit de la taxe sur les transactions financières s'est révélé très supérieur à la prévision, qui n'intégrait pas l'effet de la hausse de son taux au 1<sup>er</sup> avril.

### **C - Des exonérations destinées à protéger les opérations ayant une utilité économique ou nécessaires à la régulation du marché**

Comme il a été indiqué, les dispositions relatives à la taxe sur les acquisitions de titres d'actions prévoient différents cas d'exonération (cf. II-A-5).

Entre 2012 et 2017, à l'exception du cas de l'émission primaire d'actions, les différentes exonérations applicables à la taxe ont été considérées comme des dépenses fiscales et, à ce titre, ont fait l'objet d'une évaluation dans les projets de loi de finances. Dans sa note d'analyse de

<sup>39</sup> La loi de finances initiale pour 2013 prévoyait un rendement de 1 600 M€, très surestimé par rapport à l'exécution constatée (766 M€). Une surestimation comparable était intervenue pour 2012, le rendement de la taxe étant attendu à 530 M€, contre 199 M€ exécuté.

<sup>40</sup> *Voies et Moyens*, tome 1, page 34.

l'exécution budgétaire (NEB) de la mission *Économie* (Programme 305 - *Stratégie économique et fiscale*), la Cour a constaté une forte variabilité de l'information produite à cette période<sup>41</sup>.

En 2018, il a été décidé de déclasser ces dépenses fiscales. L'administration a en effet considéré que la taxe sur les transactions financières étant une taxe *sui generis*, les exonérations appliquées à son assiette faisaient partie intégrante de sa définition juridique et qu'il n'existait pas à proprement parler de « norme » à laquelle elles feraient exception. À compter de cette année-là, l'administration a estimé n'être plus en capacité de chiffrer les pertes de recettes correspondant aux exonérations affectant l'assiette de la taxe.

Avec le recul, le choix opéré en 2018 de procéder à ce déclassement est cohérent s'agissant des cessions temporaires de titres ou des activités de tenue de marché dans la mesure où une taxation de ces transactions aurait des effets considérables sur les marchés et n'est donc pas envisageable : dès lors, leur exonération n'est pas une « exception » mais est constitutive du régime de droit commun. Ce choix est plus contestable pour les exonérations consenties dans le cadre de l'épargne salariale ou d'un plan d'épargne d'entreprise (motifs n° 7 et n° 8) dans la mesure où leur nature ne diffère pas fondamentalement des exonérations dont bénéficient ces dispositifs vis-à-vis d'autres impositions, et qui sont, elles, classées comme dépenses fiscales<sup>42</sup>.

Sur la base des journaux de suivi de la collecte de la taxe sur les transactions financières, un chiffrage de l'effet des exonérations sur l'assiette de la taxe est possible. Il met en évidence que les exonérations applicables exercent une influence considérable sur le produit.

Entre 2017 et 2025, 95 490 Md€ de transactions ont été exonérées du paiement de la taxe<sup>43</sup> sur un total de 100 788 Md€, soit 95 % du total des transactions. Cette proportion n'a pas significativement évolué durant la période, oscillant entre son point bas de 2024 (90,1 %) et son point haut de 2021 (97,2 %).

L'analyse des exonérations par motif fait ressortir que le principal est la cession temporaire de titre. Cette dernière justifie en effet près des deux tiers (65,5 %) des exonérations à la taxe, pour un montant total de 62 558 Md€ de transactions entre 2017 et 2025. Le poids de ce motif dans l'ensemble des exonérations est resté relativement constant, sauf en 2021 où il a été deux fois inférieur (33,8 % contre 72,6 % en moyenne les autres années).

---

<sup>41</sup> Cf. Cour des comptes, *Note d'analyse de l'exécution budgétaire 2027, Mission Économie*, mai 2018.

<sup>42</sup> Dépense fiscale n° 121008 « Exonération des sommes versées au titre de la participation, de l'intéressement, de l'abondement, d'un partage de plus-value, des primes de partage de la valeur, d'un plan de partage de la valorisation de l'entreprise, aux plans d'épargne salariale et aux plans d'épargne retraite d'entreprise collectifs ou obligatoires » (2 890 M€). Dépense fiscale n° 140109 « Exonération des revenus provenant de l'épargne salariale (participation, plan d'épargne salariale et compartiment épargne salariale des plans d'épargne retraite) » (652 M€). Dépense fiscale n° 150701 « Exonération des gains réalisés lors des cessions à titre onéreux de titres acquis dans le cadre des dispositifs d'épargne salariale (participation, plan d'épargne salariale, y compris actionnariat salarié, et compartiment épargne salariale des plans d'épargne retraite) » (132 M€).

<sup>43</sup> Chiffrage établi sur la base des journaux WTE030. Transactions standard, non nettes. Les transactions non nettes sont celles pour lesquelles le système d'information d'*Euroclear France* indique qu'elles ne résultent pas d'une consolidation de transactions dans un système tiers,

**Tableau n° 4 : poids relatifs des différents motifs d'exonération– 2017 à 2025**

| Md€                                  | 2017    | 2018    | 2019    | 2020    | 2021    | 2022    | 2023    | 2024    | 2025    |
|--------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Transactions totales                 | 9 881   | 12 800  | 12 529  | 10 144  | 19 733  | 10 717  | 7 672   | 8 029   | 9 284   |
| Transactions exonérées               | 9 420   | 12 309  | 12 083  | 9 611   | 19 189  | 10 015  | 7 103   | 7 256   | 8 504   |
| ... <i>marché primaire</i>           | 294,7   | 15,1    | 14,3    | 13,6    | 17,3    | 14,9    | 14,6    | 15,2    | 19,9    |
| ... <i>compensation</i>              | 108,2   | 143,0   | 140,7   | 117,5   | 180,4   | 209,8   | 225,4   | 214,6   | 318,8   |
| ... <i>tenue de marché</i>           | 1 360,3 | 1 806,7 | 1 951,4 | 1 721,2 | 12 008  | 2 066,9 | 1 706,4 | 1 772,3 | 2 740,0 |
| ... <i>contrats de liquidité</i>     | 2,2     | 2,2     | 1,5     | 1,9     | 1,9     | 2,0     | 2,1     | 0,4     | 1,1     |
| ... <i>intragroupe/restruct.</i>     | 291,3   | 474,4   | 580,8   | 472,8   | 492,3   | 456,9   | 341,5   | 163,2   | 397,8   |
| ... <i>cession temporaire</i>        | 7 359,4 | 9 862,5 | 9 389,5 | 7 280,2 | 6 484,0 | 7 259,8 | 4 809,5 | 5 085,3 | 5 020,6 |
| ... <i>épargne salariale</i>         | 3,5     | 4,7     | 5,0     | 4,1     | 3,8     | 3,8     | 3,1     | 4,6     | 4,9     |
| ... <i>PEE</i>                       | 0,5     | 0,5     | 0,3     | 0,3     | 0,4     | 0,4     | 0,2     | 0,4     | 1,2     |
| ... <i>oblig. convertibles et al</i> | ε       | 0,1     | ε       | ε       | ε       | ε       | ε       | ε       | ε       |
| Trans. non exonérées                 | 460,7   | 490,8   | 445,8   | 532,2   | 544,3   | 701,9   | 568,8   | 773,4   | 779,7   |

Transactions standard (type « S ») non nettes uniquement. PEE : plan d'épargne d'entreprise.

Source : Cour des comptes d'après données Euroclear (journal de suivi WTE030)

Le second motif d'exonération le plus convoqué tient aux activités de tenue de marché . Entre 2017 et 2025, celles-ci ont représenté près de 28,1 % des exonérations, avec une forte variabilité sur la période<sup>44</sup>.

À elles seules, l'exonération liée à la cession temporaire de titres, qui comprend notamment les opérations de mise en pension de titres , et celle liée à la tenue de marché , expliquent plus de 90 % des exonérations sur la période. Ces deux motifs d'exonération sont destinés à protéger les opérations ayant une utilité économique ou nécessaires à la régulation du marché.

Le rapprochement du montant des transactions exonérées avec leur nombre, qu'il est possible d'opérer sur la base d'un journal de suivi spécifique<sup>45</sup>, montre que le nombre de transactions exonérées a tendu à se réduire au cours du temps, passant des deux tiers de l'ensemble à moins de la moitié, sans impact significatif sur les volumes. Ces évolutions suggèrent que les exonérations à la taxe sur les transactions financières se concentrent de plus en plus sur les transactions à forts enjeux et que le nombre de ces dernières tend à se réduire. Les données confirment par ailleurs que l'essentiel des transactions en volume se trouvent, pour un motif ou un autre, exonérées du paiement de la taxe.

Nonobstant, le nombre de transactions non exonérées, et donc effectivement taxées, reste significatif. Il s'est élevé à 111,5 millions entre 2017 et 2025.

<sup>44</sup> Point haut en 2021 avec 62,6 % des exonérations. Point bas en 2017 avec 14,4 % des exonérations.

<sup>45</sup> Chaque mois, la DGFIP est rendue destinataire d'un journal de suivi spécifique aux exonérations (journal de suivi WTE110) rendant compte, investisseur par investisseur, du nombre de titres achetés, du montant total des achats, du nombre de titres exonérés, du montant total des exonérations et fournissant une répartition du total des exonérations en pourcentage.

**Tableau n° 5 : nombre de transactions – 2017 à 2025 (en millions)**

|                           | 2017         | 2018         | 2019         | 2020         | 2021         | 2022         | 2023         | 2024         | 2025         |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Transactions invalides    | 0,18         | 0,17         | 0,11         | 0,08         | 0,20         | 0,13         | 0,08         | 0,07         | 0,04         |
| Transactions exonérées    | 13,40        | 15,68        | 15,59        | 14,82        | 23,36        | 13,79        | 10,41        | 12,83        | 14,56        |
| Transactions taxées       | 6,97         | 7,90         | 7,78         | 13,21        | 11,87        | 15,59        | 12,41        | 15,94        | 19,85        |
| <b>Total transactions</b> | <b>20,55</b> | <b>23,75</b> | <b>23,47</b> | <b>28,12</b> | <b>35,43</b> | <b>29,50</b> | <b>22,89</b> | <b>28,84</b> | <b>34,45</b> |

Source : Cour des comptes d'après données Euroclear (journal de suivi WTE110)

## D - Un produit affecté pour partie à l'aide publique au développement

Entre 2013 et 2024, une part du produit de la taxe sur les transactions financières a été affectée de manière plafonnée au fonds de solidarité pour le développement (FSD)<sup>46</sup>. Depuis 2025, à la suite de la réforme de la loi organique relative aux lois de finances (LOLF) adoptée en 2021<sup>47</sup>, la quote-part correspondante du produit de la taxe n'est plus affectée directement à ce fonds mais est enregistrée sur le budget de l'État, avec en contrepartie un financement budgétaire du FSD via le programme 384 - *Fonds de solidarité pour le développement*.

### Le fonds de solidarité pour le développement

Le fonds de solidarité pour le développement (FSD) est un fonds sans personnalité juridique créé par l'article 22 de la loi de finances rectificative pour 2005 du 30 décembre 2005. Son fonctionnement est régi par le décret n°2006-1139 du 12 septembre 2006. Son objet est de « *contribuer au financement des pays en développement et de tendre à réaliser les " objectifs du millénaire pour le développement "*, notamment dans le domaine de la santé ».

À l'origine, le FSD a été financé par la taxe de solidarité sur les billets d'avion (TSBA), contribution additionnelle à la taxe de l'aviation civile (article 302 bis K du code général des impôts). Cette contribution additionnelle est perçue sur chaque vol commercial à partir du territoire français, calculée sur les prix des billets des passagers transportés.

À partir de 2013, la taxe de solidarité sur les billets d'avion a été complétée par une fraction de la taxe sur les transactions financières. L'article 22 de la LFR 2005 créant le FSD a ainsi été modifié et précise qu'une fraction (10 % à l'origine) du produit de la taxe prévue à l'article 235 ter ZD du code général des impôts est affectée au FSD, dans la limite d'un plafond (précisé à l'article 46 de la loi n° 2011-1977 du 28 décembre 2011 de finances pour 2012).

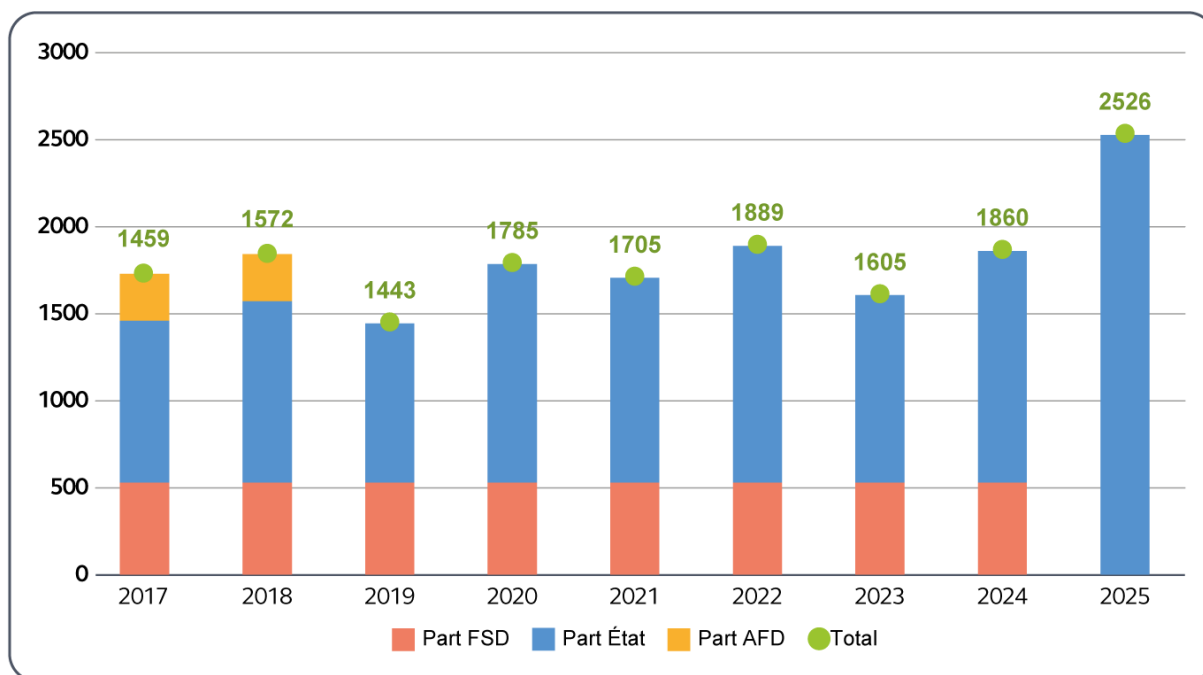
Conformément au décret de 2006, le FSD est géré par l'Agence française de développement (AFD) pour le compte de l'État et utilisé pour financer des projets de développement, après avis d'un comité de pilotage. Les principales organisations bénéficiaires sont le Fonds mondial de lutte contre le sida, la tuberculose et le paludisme, la facilité d'achat de médicament (UnitAid), la facilité de financement internationale pour la vaccination (IFFim) et le Fonds vert pour le climat (FVC). Une convention encadre les relations entre l'Agence et l'État concernant le FSD.

<sup>46</sup> L'Agence française de développement (AFD) a par ailleurs bénéficié de l'affectation directe d'une fraction du produit de la taxe à hauteur de 237 M€ en 2016, puis de 270 M€ par an en 2017 et en 2018.

<sup>47</sup> Cf. loi organique n° 2021-1836 du 28 décembre 2021 relative à la modernisation de la gestion des finances publiques.

Le plafond d'affectation de la taxe au fonds de solidarité pour le développement (FSD) a été augmenté chaque année entre 2013 et 2017, année où il a été porté à 528 M€, puis est demeuré stable à ce niveau jusqu'en 2024. En 2025, l'intégralité des recettes de la taxe a été affectée à l'État.

**Graphique n° 3 : répartition de l'affectation de la taxe entre 2017 et 2025 (en M€)**



Source : Cour des comptes à partir de données direction du budget et documentation budgétaire

Dans ses notes d'exécution budgétaires, la Cour des comptes a critiqué l'affectation d'une partie de la taxe sur les transactions financières au fonds de solidarité pour le développement (FSD)<sup>48</sup>, estimant qu'elle était, dans sa logique même, discutable<sup>49</sup>.

À l'occasion de la réforme du cadre organique de 2021, la loi n°2021-1836 relative à la modernisation des finances publiques a posé deux critères de licéité de l'affectation d'une taxe : (1) l'affectataire doit être doté de la personnalité morale ; (2) les impositions doivent être en lien avec les missions de service public qui lui sont confiées.

Estimant que l'affectation d'une part des recettes de la taxe sur les transactions financières à l'Agence française de développement (AFD) ne répondait pas à ces critères, le Gouvernement a décidé de rebudgétiser l'intégralité de la taxe.

Corrélativement, un nouveau programme budgétaire (programme 384 - *Fonds de solidarité pour le développement*) a été créé afin de financer les interventions du fonds. Ce programme, rattaché à la mission budgétaire *Aide publique au développement*, a été doté de ressources identiques aux anciens plafonds d'affectation de la taxe sur les transactions

<sup>48</sup> Cf. Cour des comptes, *Note d'analyse de l'exécution budgétaire 2024, Mission Aide publique au développement*, avril 2025.

<sup>49</sup> Tout comme le Conseil des prélèvements obligatoires dans son rapport sur les impôts et taxes affectés. Cf. Conseil des prélèvements obligatoire, *Les impôts et taxes affectés*, septembre 2024.

financières et de la taxe de solidarité sur les billets d'avion (TSBA), soit 738 M€ en 2025. Le Gouvernement a en outre pris l'engagement d'exonérer ce programme de mise en réserve initiale de crédits (« gel ») ou de régulation budgétaire en cours d'exercice. Le programme bénéficie en outre de reports automatiques de crédits vers l'exercice suivant.

Du point de vue de la direction du budget, la rebudgétisation des recettes de la taxe sur les transactions financières n'a pas soulevé de difficulté. Elle n'a en particulier pas eu d'impact sur le bilan de l'AFD ou sur son résultat pour compte propre, l'agence n'opérant qu'en tant qu'intermédiaire. Elle devrait, à terme, déboucher sur une économie de 80 000 € par an, correspondant aux frais antérieurement acquittés par l'État au titre de la gestion du fonds. Enfin, la re-budgétisation a permis d'assurer la bonne imputation et la traçabilité des dépenses, répondant ainsi aux craintes exprimées par certains parlementaires.

## **IV - Un projet de taxe européenne dans l'impasse, d'autres dispositifs similaires en Europe**

Le projet européen de taxe sur les transactions financières a suscité de vifs débats à son lancement. Depuis lors, les divergences entre les États membres, notamment concernant son champ d'application et les modalités de sa mise en œuvre, ont entravé son adoption (A). En l'absence d'unanimité, plusieurs pays ont, à la suite de la France, instauré des taxes sur les transactions financières comparables au dispositif français, bien que leur champ d'application et leur taux ne soient pas totalement identiques (B).

### **A - Un projet européen qui n'est plus d'actualité**

Le Parlement européen, dans sa résolution du 10 mars 2010, a demandé à la Commission d'engager des études de faisabilité sur la taxation des transactions financières dans l'Union européenne. Le Conseil européen des 16 et 17 juin 2010 a, à son tour, recommandé d'examiner la question d'une taxe sur les transactions financières mondiales. Le 7 octobre 2010, la Commission a lancé des travaux, à la suite d'une communication sur la « taxation du secteur financier ». Courant 2011, la Commission, qui s'était engagée à présenter plusieurs options, a initié une consultation publique sur le sujet et envisagé d'utiliser les ressources issues d'une telle taxe à l'échelle européenne afin d'alimenter directement le budget communautaire. Elle projetait alors l'harmonisation de la taxation des transactions financières dans les 27 pays de l'Union européenne<sup>50</sup>. Une proposition de directive a été élaborée dans ce sens et présentée par la Commission le 28 mars 2011.

En décembre 2011, le Conseil de l'Union européenne a engagé les discussions techniques sur la proposition de la Commission. Six mois plus tard, l'ECOFIN de juin 2012 a constaté qu'il n'y avait pas soutien unanime « *ni maintenant ni dans un futur prévisible* »<sup>51</sup> pour une harmonisation des taxes sur les transactions financières nationales au niveau européen.

---

<sup>50</sup> Sur la base de l'article 23 du traité sur le fonctionnement de l'Union Européenne (TFUE).

<sup>51</sup> Déclaration du 22 juin 2012 qui ouvre, par ailleurs, la possibilité de réexaminer cette question dans le cadre de la coopération renforcée.

Depuis lors, les désaccords entre les États membres, y compris parmi les onze pays parties prenantes à la procédure de coopération renforcée mise en place par les pays volontaires<sup>52</sup>, ont empêché la mise en œuvre d'une taxation des transactions financières à l'échelle européenne. L'ambition d'établir une taxe avec une assiette large, incluant les actions, les obligations et les produits dérivés a suscité l'opposition de certains États membres. De même, aucun accord n'a pu être trouvé sur les modalités de répartition du produit de la taxe entre États membres participants.

Témoignage de l'essoufflement du projet, la taxation des transactions financières n'a pas même été retenue parmi les hypothèses de nouvelles ressources propres dans le cadre de la préparation du cadre financier de l'Union pour 2028-2034. Le programme de travail de la Commission pour 2026 prévoit en outre de mettre fin à la coopération renforcée sur la taxation des transactions financières, ce qui éloigne toute perspective de mise en œuvre d'une taxe européenne à court ou moyen termes.

Parallèlement, la taxe avait été inscrite à la demande de la France à l'agenda du G20 tenu à Cannes en novembre 2011, mais la création d'une telle taxe au niveau mondial n'a pas été retenue en l'absence de consensus<sup>53</sup>.

## **B - Des initiatives nationales**

Alors que le projet européen n'aboutissait pas, plusieurs pays ont décidé d'instaurer une taxe comparable à la taxe française sur les transactions financières à l'échelle nationale.

Ainsi, l'Italie applique depuis 2013 une taxe sur les transactions financières aux transferts de propriété d'actions et d'autres instruments financiers participatifs, aux opérations sur instruments financiers dérivés ainsi qu'aux opérations à haute fréquence<sup>54</sup>. La composante « actions » de la taxe est entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> mars 2013, suivie de la composante « dérivés » le 1<sup>er</sup> septembre suivant. Cette dernière se distingue en ce que la taxe n'est pas calculée en proportion de la valeur de la transaction, mais sous la forme d'un montant forfaitaire par contrat, variant selon le type d'instrument entre 0,01875 € et 200 €, réduit à un cinquième pour les contrats négociés sur des marchés réglementés<sup>55</sup>. La loi de budget pour 2026 a doublé les taux applicables aux composantes actions et opérations à haute fréquence à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2026, sans modifier la composante « dérivés ».

Le 15 octobre 2020, le parlement espagnol a approuvé l'introduction d'une taxe sur les transactions financières, entrée en vigueur le 16 janvier 2021. Cette taxe est assez similaire à la taxe française. Elle vise toute acquisition à titre onéreux d'actions cotées, émises par des sociétés espagnoles dont la capitalisation boursière excède 1 Md€. Les acquisitions d'actions reçues lors de la conversion d'obligations et les acquisitions d'actions représentées par des certificats d'investissement sont également visées. Tout comme en France, la taxe espagnole concerne tout investisseur, quel que soit son pays de résidence et quel que soit le lieu où la transaction est effectuée. Son taux s'élève à 0,2 % du montant de l'acquisition.

---

<sup>52</sup> Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, Estonie, France, Grèce, Italie, Portugal, Slovaquie et Slovénie.

<sup>53</sup> Les délégations américaine, canadienne, japonaise, indienne et brésilienne se sont prononcées contre.

<sup>54</sup> Legge n° 228/2012, art. 1, commi 491-500 ; décret d'application du Ministère de l'économie et des finances du 21 février 2013.

<sup>55</sup> Legge n° 228/2012, art. 1, comma 492 ; décret d'application précité, tableau 3 annexé.

**Tableau n° 6 : comparaison des taxes sur les transactions financières en Europe**

|             | Taux                                                                                 | Périmètre                                                                      | Exemples d'exonérations                                                                                            | Entrée en vigueur et dernières réformes                                               |
|-------------|--------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| France      | 0,40 %                                                                               | actions françaises (cap. > 1 Md euros)                                         | émissions primaires, tenue de marchés, réorganisations                                                             | 2012 (0,2 %) hausses en 2017 (0,3 %) et 2025 (0,4 %)                                  |
| Espagne     | 0,20 %                                                                               | actions espagnoles (> 1 Md euros)                                              | émissions primaires, restructurations, intra-groupe                                                                | 2021                                                                                  |
| Italie      | 0,1 % (marchés réglementés et systèmes multilatéraux de négociations)<br>0,2 % (OTC) | actions italiennes (cap. > 500 M euros) et dérivés                             | nombreuses                                                                                                         | 2013                                                                                  |
| Grèce       | 0,10 %                                                                               | ventes d'actions à la bourse d'Athènes                                         | émissions primaires                                                                                                | 2014<br>2024 : suppression de la taxe de prêt de 0,2 % pour les transactions OTC      |
| Belgique    | 0,35 % (actions)<br>0,12 % obligations<br>1,32 % (certains fonds étrangers)          | Taxe sur les obligations de bourse actions, obligations, fonds indiciels cotés | émissions primaires                                                                                                | 1989                                                                                  |
| Norvège     | 0,2 % (achats domestiques)<br>0,02 % (ventes domestiques)                            | actions norvégiennes et dérivés                                                | émissions primaires                                                                                                | 2017                                                                                  |
| Suisse      | 0,15 % (titres domestiques)<br>0,3 % (titres étrangers)                              | Droit de timbre fédéral actions et obligations via intermédiaires suisses      | fusions, échanges d'actions                                                                                        | 1973<br>suppression du droit de timbre sur certaines obligations domestiques          |
| Royaume-Uni | 0,50 %                                                                               | <i>Stamp duty</i> actions britanniques                                         | nombreuses exonérations                                                                                            | 1986<br>"Single Stamps Tax" + "Stamp Duty Holiday" de 2-3 ans annoncé en octobre 2025 |
| Irlande     | 1 %                                                                                  | <i>Stamp duty</i> Très large, comprenant notamment actions, obligations        | nombreuses exonérations (par exemple, émissions de nouvelles actions ou bons de souscription d'actions au porteur) | 1999 (première version moderne de cette <i>stamp duty</i> en 1973)                    |

Source : Cour des comptes d'après la direction générale du Trésor

Des dispositifs comparables existent par ailleurs en Suisse, en Grèce, en Belgique, en Irlande ou en Norvège<sup>56</sup>. *A contrario*, les principales places financières concurrentes de Paris au sein de l'Union européenne (Francfort, Amsterdam, Dublin, Luxembourg) n'appliquent pas de taxation équivalente à la taxe sur les transactions financières.

Ces initiatives nationales signent l'échec d'une initiative européenne dont l'administration française, ainsi que la plupart des observateurs, jugent qu'elle n'est désormais plus d'actualité, aucune partie prenante ne manifestant de volonté de relancer le projet.

---

<sup>56</sup> Les données Eurostat recensent deux autres entrées sous la catégorie D214 susceptibles d'être confondues avec une taxe sur les transactions financières. La taxe hongroise (*Pénzügyi tranzakciós adó*) est une taxe sur les opérations bancaires courantes — virements, retraits, paiements — acquittée par les établissements de crédit au taux de 0,3 % du montant de chaque opération ; elle ne porte pas sur les transactions de marché et relève d'une logique exclusivement budgétaire. La redevance islandaise (*Eftirlitsgjald Fjármálaeftirlits*) est quant à elle une contribution de surveillance acquittée par les établissements financiers auprès de l'autorité de contrôle (*Fjármálaeftirlitið*) pour financer son fonctionnement ; elle n'entretient aucun lien avec les transactions sur titres ou dérivés. Ni l'une ni l'autre ne constituent une taxe sur les transactions financières de marché au sens retenu dans le présent rapport.

---

## CONCLUSION

---

*Instituée au sortir d'une crise financière mondiale, la taxe sur les transactions financières a été conçue dans l'objectif d'encadrer plus fermement le secteur financier, dont les excès avaient été largement critiqués et de le faire contribuer au redressement budgétaire après l'effort consenti pour surmonter la crise. Emblématique, elle symbolise un engagement en faveur d'une fiscalité plus juste et d'une plus grande solidarité, y compris au plan international.*

*Telle qu'elle a été finalement mise en place, cette taxe demeure toutefois éloignée de l'ambition initiale qu'elle incarnait. Son assiette relativement étroite, puisqu'elle s'applique quasi exclusivement aux achats d'actions de sociétés françaises dont la capitalisation boursière dépasse 1 Md€, exclut de nombreuses transactions, notamment celles portant sur des instruments dérivés ou des actions d'entreprises de plus petite taille. Elle ne couvre pas les échanges intra-journaliers et se trouve affectée de nombreuses exonérations.*

*Compte tenu de l'évolution des marchés et de la hausse de son taux, le rendement de sa composante principale a connu une augmentation significative. Avec le temps, la taxe sur les transactions financières est ainsi devenue une recette dynamique pour le budget de l'État, contribuant ainsi de manière substantielle à l'aide publique au développement, à laquelle le produit de la taxe était partiellement affecté jusqu'en 2025. Le rendement de la taxe demeure toutefois modeste, en comparaison d'autres recettes pour le budget de l'État.*

*Par rapport à d'autres pays européens, la taxe française se distingue par son champ d'application centré sur les actions de grandes entreprises, tandis que d'autres pays comme l'Italie incluent également les produits dérivés. Les taux de taxation varient également, avec des taux plus élevés en France (0,4 %) par rapport à la Belgique (0,25 %) ou l'Italie (0,2 %). Ces différences illustrent les défis liés à l'harmonisation fiscale au sein de l'Union européenne.*

---



# **Chapitre II**

## **Des effets économiques contenus, une incidence fiscale indéterminée**

La taxe sur les transactions financières constitue un instrument fiscal singulier, à la croisée d'objectifs de rendement budgétaire, de régulation des marchés financiers et de redistribution. S'inscrivant dans une réflexion engagée dès les années 1930, sa mise en œuvre soulève des questions économiques complexes, tenant à son incidence et à ses effets sur le fonctionnement des marchés financiers. Les expériences étrangères, en particulier celles du Royaume-Uni, de l'Italie et de la Suède, fournissent des points de comparaison utiles.

Dans cette perspective, le présent chapitre analyse les objectifs économiques assignés à la taxe et leurs fondements théoriques (I), les effets observés sur le fonctionnement des marchés financiers lors de son introduction en 2012 (II) puis les enseignements tirés des relèvements successifs de son taux et de l'évolution relative de son rendement (III). Il présente ensuite les facteurs économiques limitant l'assiette effective (IV). Il examine enfin la question de l'incidence fiscale de la taxe et celle de son empreinte géographique (V).

### **I - Des incertitudes sur le bénéfice économique attendu, des objectifs contradictoires**

Au sein de la théorie économique, l'analyse de la taxation des transactions financières s'est développée autour de deux questions : d'une part, la mise en évidence de dysfonctionnements des marchés financiers justifiant une intervention publique ; et, d'autre part, la capacité d'une taxe sur les transactions à corriger ces dysfonctionnements (A). En pratique, il est nécessaire de hiérarchiser les objectifs d'une taxation des transactions financières qui, souvent contradictoires, ne peuvent être atteints simultanément (B).

#### **A - Des effets attendus positifs ou négatifs, que la théorie seule ne peut départager**

La taxation des transactions financières trouve ses racines dans les travaux de John Maynard Keynes sur l'instabilité des marchés, dans un contexte marqué par la crise des années 1930. Cette instabilité y est analysée sous l'angle du rapport entre spéculation et investissement

productif<sup>57</sup> : la liquidité des marchés secondaires permet d'y réaliser des plus-values à court terme en anticipant les fluctuations, même irrationnelles, des cours indépendamment des perspectives à long terme. Keynes en tire la proposition qu'« *un prélèvement fiscal substantiel sur toutes les transactions* » pourrait orienter l'épargne vers l'investissement productif.

Cette intuition a été reprise par James Tobin dans le contexte de la libéralisation des marchés de capitaux des années 1970. Sa proposition, initialement conçue pour les marchés de changes plutôt que pour les marchés d'actions, visait à « *jeter du sable dans les rouages* » afin de freiner les mouvements spéculatifs à court terme, tout en reconnaissant explicitement qu'une telle taxe ne pourrait qu'atténuer, sans l'éliminer, l'instabilité financière<sup>58</sup>.

Ces intuitions ont ultérieurement été formalisées dans le cadre de l'approche microéconomique. L'argument qui y est développé est que la spéculation constitue un jeu à somme nulle en termes de gains privés, mais génère des externalités négatives pour l'économie réelle, notamment en termes de variation des prix, d'allocation des ressources et d'horizons d'investissement<sup>59</sup>. Cette analyse a été complétée par le constat que les marchés financiers ne reflètent pas toujours l'information fondamentale disponible sur la valeur des actifs et qu'une part de leur activité repose sur des opérateurs non informés (*noise traders*)<sup>60</sup>. Une taxe sur les transactions découragerait les transactions non informées tout en n'affectant que marginalement les investisseurs à horizon long, améliorant ainsi la qualité informationnelle des prix<sup>61</sup>.

Toutefois, la distinction entre spéculation financière « nuisible » et transactions économiques « utiles » est difficile à établir empiriquement<sup>62</sup> : les arbitragistes contribuent par exemple à l'efficacité de l'information en corrigeant les écarts de prix, tandis que les opérateurs non informés apportent un surplus de liquidité facilitant le financement des entreprises<sup>63</sup>.

Une taxe sur les transactions financières indifférenciée génère donc à la fois des externalités négatives et positives, si bien que son effet net sur le bien-être collectif est théoriquement indéterminé et dépend des caractéristiques des marchés considérés<sup>64</sup>.

<sup>57</sup> « Les spéculateurs peuvent être aussi inoffensifs que des bulles d'air dans un courant régulier d'entreprise. Mais la situation devient sérieuse lorsque l'entreprise n'est plus qu'une bulle d'air dans le tourbillon spéculatif », John Maynard Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan, 1936, chapitre XII, p. 159.

<sup>58</sup> James Tobin, « *A Proposal for International Monetary Reform* », *Eastern Economic Journal*, vol. 4, n° 3-4, 1978, p. 154. Cette proposition a ensuite été mobilisée dans différents contextes : taxation des marchés d'actions, lutte contre la spéculation sur les matières premières, ou financement de biens publics mondiaux, si bien que le terme de « *taxe Tobin* » recouvre aujourd'hui des dispositifs aux logiques et aux assiettes très hétérogènes.

<sup>59</sup> Lawrence Summers et Victoria Summers, « *When Financial Markets Work Too Well: A Cautious Case for a Securities Transaction Tax* », *Journal of Financial Services Research*, vol. 3, 1989, p. 261-286.

<sup>60</sup> Joseph Stiglitz, « *Using Tax Policy to Curb Speculative Short-Term Trading* », *Journal of Financial Services Research*, vol. 3, 1989, p. 101-115.

<sup>61</sup> En ce sens, une taxe sur les transactions financières peut être rapprochée d'une taxe dissuasive sur les « vices » (*sin tax*). Cf. Hunt Allcott, Benjamin B. Lockwood et Dmitry Taubinsky, « *Sin Taxes: Good, Better, Best* », *The Reporter*, National Bureau of Economic Research, 31/03/2023.

<sup>62</sup> Jean-Édouard Colliard, « La taxe sur les transactions financières est-elle un outil dépassé ? », *Revue d'économie financière*, 2018, p. 138.

<sup>63</sup> Gunther Capelle-Blancard, « La taxe sur les transactions financières, une taxe peu distorsive », *Revue du Conseil scientifique de l'AMF*, octobre 2017, p. 14.

<sup>64</sup> Jean-Édouard Colliard et Peter Hoffmann, « Taxes sur les transactions financières : théorie, expériences et implémentation », *Opinions & Débats*, n° 9, Institut Louis Bachelier, février 2015, p. 20.

Au-delà, la littérature distingue deux mécanismes par lesquels la taxation des transactions financières peut affecter la qualité du marché<sup>65</sup> : d'une part, elle éliminerait principalement les opérations spéculatives nuisibles (*noise trading*) ; d'autre part, en réduisant les volumes, elle dégraderait la liquidité et donc la qualité du marché. Seule l'analyse empirique peut déterminer lequel de ces deux effets, conduisant à des prévisions opposées, prédomine.

À ces effets sur la qualité du marché s'ajoutent des effets sur l'économie réelle, dont l'ampleur et l'orientation sont eux aussi incertains : le renchérissement du coût du capital, susceptible de peser sur l'investissement, la croissance et l'emploi, peut se trouver partiellement compensé par un allongement de l'horizon actionnarial favorable à l'investissement productif de long terme. L'amplitude relative de ces effets dépend du taux de la taxe, de son architecture juridique et des caractéristiques des entreprises concernées.

## **B - Des objectifs multiples, dont l'atteinte simultanée est par essence difficile**

L'examen des débats parlementaires et de l'exposé des motifs ayant conduit à l'adoption de la taxe sur les transactions financières (cf. chapitre I) révèle une pluralité d'objectifs, en partie incompatibles : rendement ; régulation des marchés financiers ; redistribution ; financement de l'aide publique au développement, etc.

Cette pluralité d'objectifs pose une difficulté structurelle. La règle de Tinbergen<sup>66</sup>, selon laquelle il faut au moins autant d'instruments que d'objectifs visés, implique qu'un instrument unique ne peut simultanément maximiser le rendement fiscal et corriger les externalités de marché. Une taxe correctrice efficace génère en effet peu de recettes si elle modifie efficacement les comportements visés ; à l'inverse, une taxe de rendement se doit de minimiser ses effets de distorsion pour préserver son assiette.

## **II - Une introduction en 2012 aux effets contenus, mais hétérogènes**

Les effets de l'introduction de la taxe sur les transactions financières en France peuvent être analysés à partir des études académiques disponibles et des données de marché. L'analyse proposée ici porte sur la qualité du marché appréhendée à travers les volumes de transaction et la liquidité (A), la structure de l'actionnariat (B) ainsi que la volatilité (C).

### **A - Une baisse des volumes de transactions et un élargissement des écarts de cotation traduisant une dégradation, hétérogène, de la liquidité**

L'introduction de la taxe sur les transactions financières s'est accompagnée d'une contraction des volumes de transactions conforme aux prédictions théoriques. L'ensemble des

---

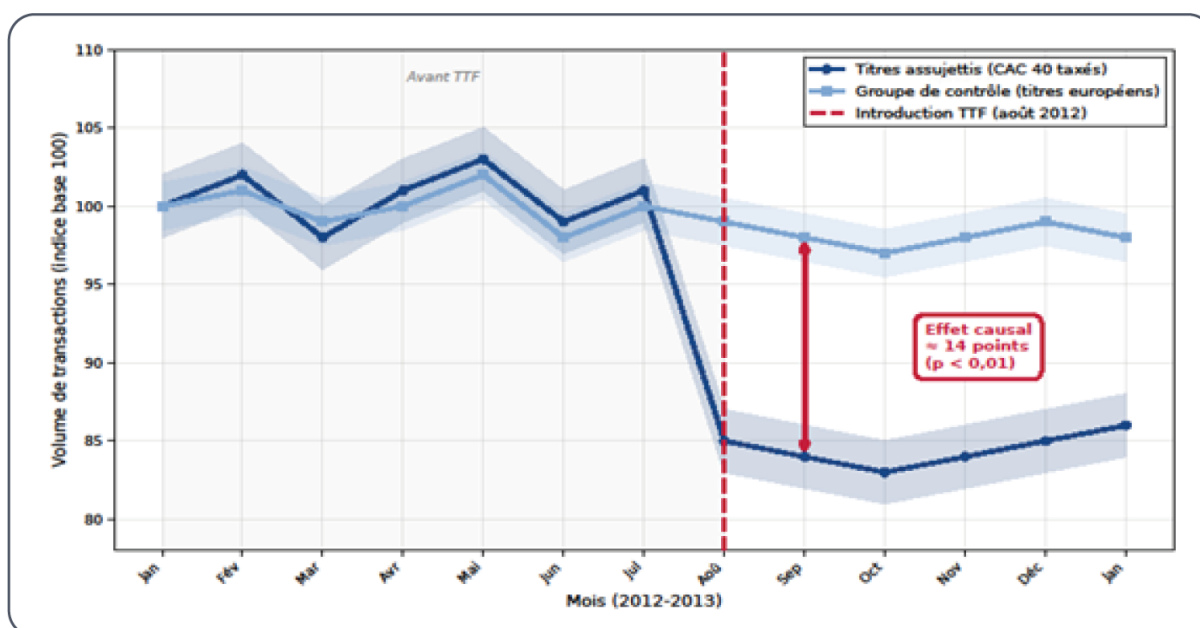
<sup>65</sup> Jean-Édouard Colliard et Peter Hoffmann, « *Financial Transaction Taxes, Market Composition, and Liquidity* », *Journal of Finance*, vol. 72, n° 6, 2017, p. 2695-2730.

<sup>66</sup> Jan Tinbergen, *Economic Policy: Principles and Design*, Amsterdam, 1956.

études académiques disponibles convergent vers une estimation de cette baisse comprise entre 10 % et 20 % pour les titres assujettis, par rapport à un groupe de contrôle non taxé<sup>67</sup>.

L'une de ces estimations repose sur une méthodologie comparant l'évolution des titres taxés du CAC 40, qui réunit les titres les plus échangés sur *Euronext Paris*, à celle d'un groupe de contrôle constitué de 38 actions européennes non françaises de capitalisation supérieure à 1 Md€, avant et après l'introduction de la taxe<sup>68</sup>. L'effet de la taxe est illustré par le graphique ci-dessous qui met en évidence une baisse du volume des transactions d'environ 14 %.

**Graphique n° 4 : effets de l'introduction de la TTF sur le volume de transactions**



Lecture : évolution mensuelle des volumes de transactions indexés (base 100 en janvier 2012) pour les titres assujettis et un groupe de contrôle ; la flèche rouge matérialise l'effet causal estimé à 14 points de pourcentage, statistiquement significatif au seuil de 1 % ( $p < 0,01$ <sup>69</sup>). Les zones ombrées représentent les intervalles de confiance à 95 %.

Source : Cour des comptes d'après Capelle-Blancard et Havrylchyk, op. cit., 2016.

Cette contraction doit être mise en perspective avec la tendance de long terme des marchés. Les volumes de transactions sur actions françaises auraient été multipliés par 25 entre 1990 et 2015, sous l'effet conjugué de la dématérialisation, de l'essor des opérations à haute fréquence et de la multiplication des plateformes d'échange<sup>70</sup>. Du point de vue budgétaire, cette contraction explique, en partie, l'écart entre la prévision et les recettes constatées en 2012.

<sup>67</sup> Gunther Capelle-Blancard et Olena Havrylchyk, « The Impact of the French Securities Transaction Tax on Market Liquidity and Volatility », *International Review of Financial Analysis*, vol. 47, 2016, p. 166-178.

<sup>68</sup> Gunther Capelle-Blancard et Olena Havrylchyk, *ibid.* L'identification causale est renforcée par le caractère largement exogène de l'introduction de la taxe, décidée pour des motifs budgétaires et politiques plutôt qu'en réponse à des évolutions de marché.

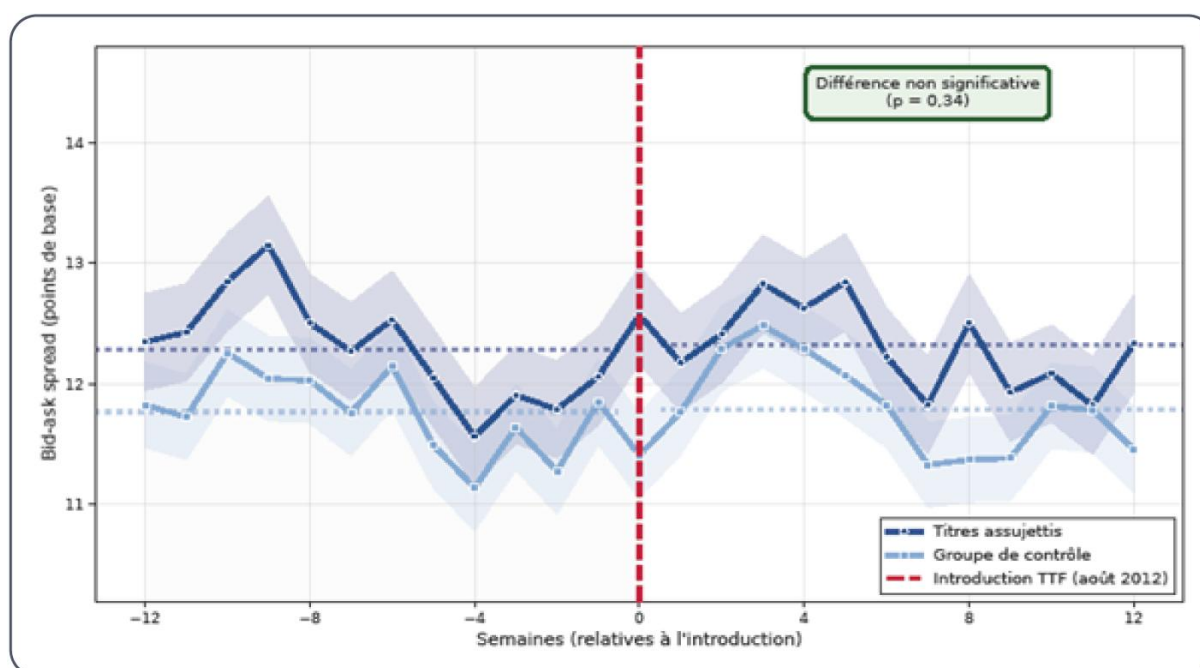
<sup>69</sup> « p » désigne la *p-value*, qui mesure la probabilité d'observer un résultat au moins aussi extrême sous l'hypothèse d'absence d'effet.

<sup>70</sup> Gunther Capelle-Blancard, « La taxe sur les transactions financières : une vraie bonne idée », *Revue du Conseil scientifique de l'AMF*, 2017, p. 11.

L'effet de la taxe varie cependant selon les segments de marché. Sur *Euronext Paris*, les titres bénéficiant du programme *supplemental liquidity provider* (SLP), qui assure une liquidité renforcée par des teneurs de marché dédiés, ont été peu affectés, leurs volumes restant stables. Ces titres, correspondant aux grandes capitalisations les plus liquides, représentaient 56 % des actions de l'échantillon étudié. Étant les plus liquides, ils concentrent une part disproportionnée des volumes par rapport à leur nombre. En revanche, les autres titres assujettis, représentant une minorité des volumes totaux, ont subi une baisse d'environ 20 %<sup>71</sup>. Le marché de gré à gré s'est contracté davantage, avec des baisses de 30 % à 40 % selon les segments, reflétant le déplacement d'une partie des opérateurs vers des instruments non taxés.

En complément des volumes, les écarts de cotation permettent d'apprécier l'effet de la taxe sur la liquidité. À l'échelle de l'ensemble des titres assujettis, l'évolution moyenne des écarts de cotation (*spreads*) ne révèle pas d'effet statistiquement significatif (cf. ci-dessous)<sup>72</sup>. Cette moyenne masque toutefois une hétérogénéité marquée : les écarts de cotation (*spreads*) sont restés stables sur les titres bénéficiant du SLP, mais se sont élargis sur les autres titres.

**Graphique n° 5 : évolution hebdomadaire des écarts de cotation**



Lecture : les lignes pointillées représentent les moyennes avant et après l'introduction de la taxe sur les acquisitions à titre onéreux de titres de capital pour chaque groupe ; les zones ombrées les intervalles de confiance à 95 %.

Source : Cour des comptes d'après Capelle-Blancard et Havrylchuk, op. cit., 2016.

Ces résultats permettent d'apprécier empiriquement la portée relative des deux hypothèses présentées précédemment (cf. I). Selon l'« effet de composition », la taxe aurait dû améliorer la qualité du marché en éliminant les transactions spéculatives nuisibles si bien que les écarts de cotation (*spreads*) auraient dû se resserrer. Selon l'« effet de liquidité », la baisse des volumes

<sup>71</sup> Jean-Édouard Colliard et Peter Hoffmann, « *Financial Transaction Taxes, Market Composition, and Liquidity* », *Journal of Finance*, vol. 72, n° 6, 2017, p. 2695-2730.

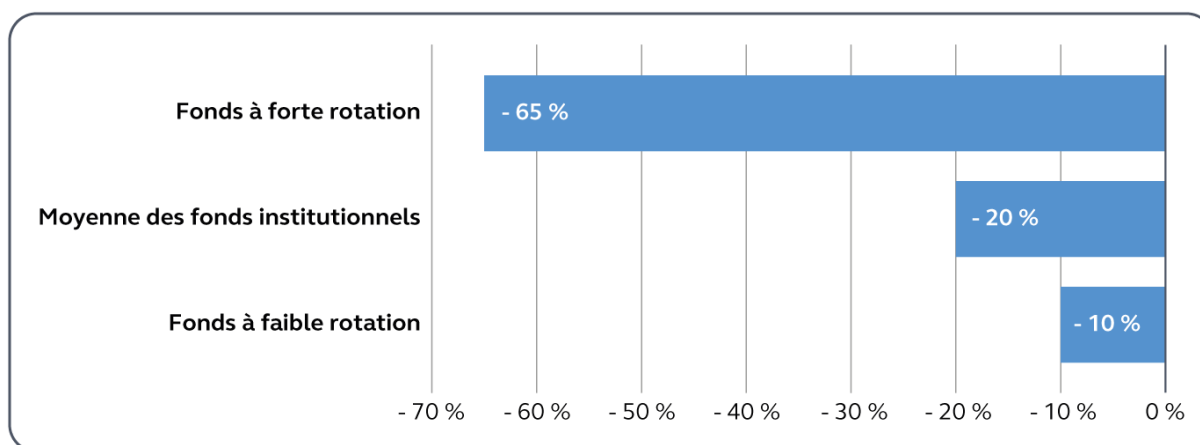
<sup>72</sup> Gunter Capelle-Blancard et Olena Havrylchuk, op. cit., 2016.

aurait dû, au contraire, réduire la concurrence entre intervenants et élargir les écarts de cotation (*spreads*). L'élargissement des *spreads* observé sur les titres ne bénéficiant pas du SLP corrobore la seconde hypothèse. Sur ce segment du marché, la qualité du marché s'est donc dégradée.

## B - Une recomposition de l'actionnariat des entreprises assujetties au profit des porteurs de long terme

La théorie prédit une relation négative entre coûts de transaction, au nombre desquels figure la taxe, et valorisation des actifs<sup>73</sup> : lorsque les coûts de transaction augmentent, les investisseurs à forte rotation réduisent leurs positions, ce qui accroît l'offre, baisse les prix et allonge la durée moyenne de détention<sup>74</sup>. En pratique, la mise en place de la taxe sur les transactions financières a effectivement produit une recomposition de l'actionnariat conforme aux prédictions théoriques. Les investisseurs à rotation élevée, c'est-à-dire renouvelant fréquemment leurs positions par des achats-ventes rapprochés, ont réduit leur présence sur les titres français, tandis que les porteurs de long terme consolidaient leur position relative<sup>75</sup>.

**Graphique n° 6 : effet de la taxe sur les transactions financières selon le type d'investisseur entre le deuxième et le quatrième trimestre 2012**



Note : les fonds institutionnels sont classés en fonction de l'intensité de trading calculée par Factset à partir des portefeuilles déclarés. Source : Cour des comptes d'après Colliard, *op. cit.*, 2017.

Un autre effet peut sembler contre-intuitif : les opérateurs de marché (*traders*) à haute fréquence, pourtant exemptés de la composante principale de la taxe pour leurs transactions intra-journalières et contournant aisément la seconde, ont également réduit leur activité. La baisse de leur activité constitue une conséquence indirecte de la réduction de liquidité et de l'élargissement des écarts de cotation (*spreads*) sur les titres ne bénéficiant pas du programme SLP, qui ont réduit la rentabilité des stratégies de très court terme<sup>76</sup>.

<sup>73</sup> Yakov Amihud et Haim Mendelson, « Asset Pricing and the Bid-Ask Spread », *Journal of Financial Economics*, vol. 17, n° 2, 1986, p. 223-249.

<sup>74</sup> George Constantinides, « Capital Market Equilibrium with Transaction Costs », *Journal of Political Economy*, vol. 94, n° 4, 1986, p. 842-862.

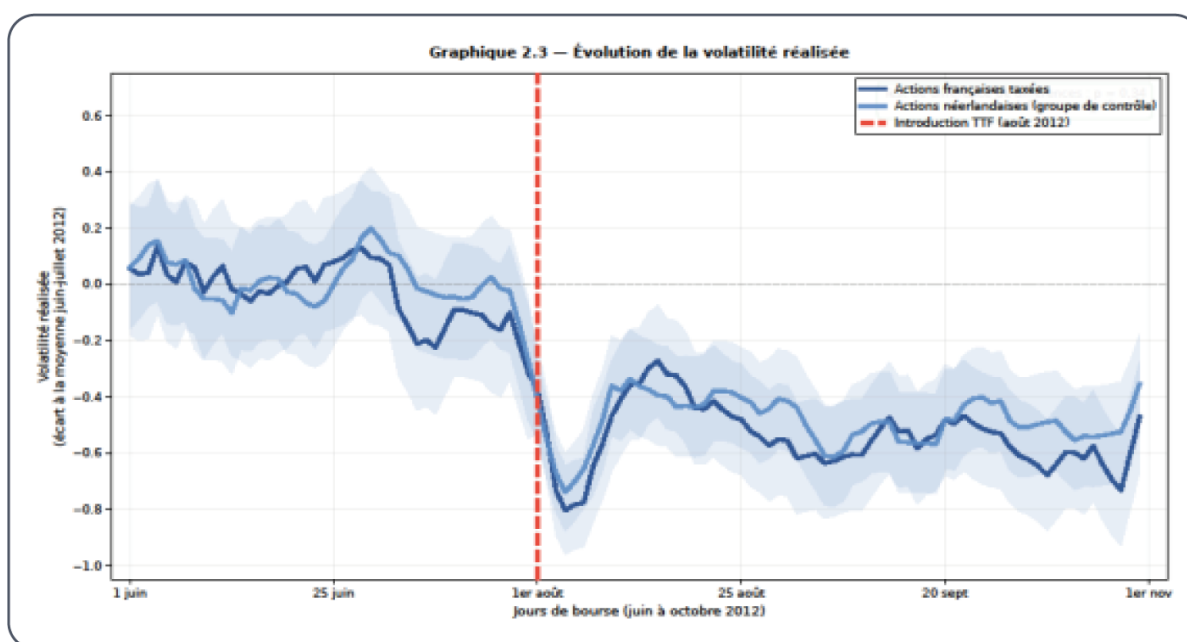
<sup>75</sup> Jean-Édouard Colliard et Peter Hoffmann, *op. cit.*, p. 2705-2710.

<sup>76</sup> Jean-Édouard Colliard et Peter Hoffmann, *op. cit.*, 2017, p. 2708.

## C - Une volatilité insensible à la taxation dans le cas français

L'analyse économique suggère que les effets de la taxe sur les transactions financières sur la volatilité ont été non significatifs depuis sa création, quelle que soit la métrique utilisée<sup>77</sup>.

**Graphique n° 7 : évolution de la volatilité réalisée**



Lecture : évolution journalière de la volatilité réalisée pour les actions françaises taxées (bleu foncé) et les actions néerlandaises du groupe de contrôle (bleu clair) sur la période juin-octobre 2012. Les zones ombrées représentent les intervalles de confiance à 95 %. Le test de différence de différences ne détecte pas d'écart statistiquement significatif ( $p = 0,34$ ).

Source : Cour des comptes d'après Capelle-Blancard et Havrylchyk, op. cit., 2016.

La comparaison entre les actions françaises taxées et un groupe de contrôle constitué d'actions néerlandaises montre une évolution parallèle des deux séries : la baisse de volatilité observée début août 2012 affecte simultanément les deux groupes, traduisant un mouvement de marché généralisé plutôt qu'un effet propre à la taxe<sup>78</sup> (cf. graphique ci-dessus).

Aucun effet stabilisateur robuste de la taxe sur la volatilité ne peut être mis en évidence en France, rejoignant ainsi plusieurs travaux antérieurs établissant l'absence de relation significative entre coûts de transaction et volatilité<sup>79</sup>.

<sup>77</sup> Gunther Capelle-Blancard et Olena Havrylchyk, « *The Impact of the French Securities Transaction Tax on Market Liquidity and Volatility* », *International Review of Financial Analysis*, vol. 47, 2016, p. 174-175.

<sup>78</sup> En ce sens, la volatilité des marchés est principalement déterminée par des facteurs macroéconomiques et financiers exogènes à l'instrument fiscal.

<sup>79</sup> Paul Kupiec, « *Noise Traders, Excess Volatility, and a Securities Transactions Tax* », *Journal of Financial Services Research*, vol. 10, n° 2, 1996, p. 115-129. L'expérience italienne constitue toutefois une exception : l'introduction d'une taxe similaire en 2013 y a provoqué une augmentation de la volatilité. Cette divergence avec le cas français pourrait s'expliquer par plusieurs facteurs : le seuil de capitalisation plus bas en Italie (500 M€ contre 1 Md€), qui inclut des titres structurellement moins liquides ; l'application de la taxe italienne aux dérivés d'actions ; et des différences de microstructure entre les deux marchés. Cf. Giuseppe Cappelletti, Giovanni Guazzarotti et Pietro Tommasino, « *The Stock Market Effects of a Securities Transaction Tax: Quasi-Experimental Evidence from Italy* », *Journal of Financial Stability*, vol. 31, 2017, p. 81-92.

\*\*

Au total, l'introduction de la taxe sur les transactions financières a produit des effets globalement contenus mais hétérogènes.

Parmi les effets attendus, la contraction des volumes s'est bien matérialisée, de l'ordre de 10 à 20 %, de même que la recomposition de l'actionnariat au profit des investisseurs de long terme. La réduction de la volatilité, pourtant au cœur des justifications théoriques de la taxe, n'a en revanche pas été observée : les études disponibles ne permettent pas de conclure à un effet significatif dans un sens ou dans l'autre. Par ailleurs, la taxe a entraîné une dégradation de la liquidité sur les titres hors programme SLP, sans affecter les grandes capitalisations les plus échangées. La résilience des marchés n'a pas fait l'objet d'études spécifiques. Ces résultats, pris dans leur ensemble, ne permettent pas de conclure que les objectifs économiques poursuivis par le législateur à la création de la taxe ont été atteints.

### **III - Des hausses de taux bien absorbées par le marché, mais des recettes moins dynamiques que les cours**

Depuis son introduction, la taxe a fait l'objet de deux hausses de taux, au 1<sup>er</sup> janvier 2017 puis au 1<sup>er</sup> avril 2025, qui permettent d'observer la sensibilité des volumes et des recettes au niveau de taxation. Il en ressort que les hausses de taux n'ont pas provoqué de contraction proportionnelle des volumes (A). L'évolution des recettes de la taxe ne reflète toutefois qu'imparfaitement celle des indices des marchés financiers. En particulier, l'érosion du rendement rapporté aux volumes échangés de la taxe depuis 2022 suggère que des facteurs structurels affectent désormais son assiette (B).

#### **A - Des hausses de taux sans contraction proportionnelle des volumes et sans dégradation de la liquidité**

Deux hausses de taux sont intervenues depuis 2012 : de 0,2 % à 0,3 % au 1<sup>er</sup> janvier 2017, puis de 0,3 % à 0,4 % au 1<sup>er</sup> avril 2025.

La hausse de 2017 constitue un premier point d'observation. Une analyse comparée de l'évolution des volumes sur les places d'*Euronext* montre que l'activité boursière parisienne n'a pas été significativement affectée par ce relèvement du taux de la taxe : à titre d'illustration, sur le mois de janvier 2017, les volumes ont diminué de 2,5 % sur *Euronext Paris*, contre 9 % sur Amsterdam et 20 % sur Bruxelles, deux places non soumises à la taxe<sup>80</sup>.

L'évolution des recettes fiscales confirme cette faible sensibilité des volumes aux taux. Le produit de la taxe a progressé de 54 % entre 2016 et 2017, passant de 947 M€ à 1 460 M€, soit une progression légèrement supérieure à celle du taux (+ 50 %). Cette quasi-proportionalité entre la hausse du taux et celle des recettes indique que les volumes n'ont que faiblement reculé. Ce constat s'expliquerait par le fait que les investisseurs les plus sensibles aux coûts de

---

<sup>80</sup> Gunther Capelle-Blancard, « Taxe sur les transactions financières : théorie, expériences et implémentation », *Revue du Conseil scientifique de l'AMF*, octobre 2017, p. 23.

transaction avaient déjà ajusté leur comportement lors de l'introduction de la taxe en 2012 avec une rétractation immédiate des volumes échangés, suivie d'une stabilisation (*supra*). S'agissant de la liquidité, une étude ultérieure observe que ce relèvement n'a pas eu d'impact significatif<sup>81</sup>.

La hausse du 1<sup>er</sup> avril 2025 fournit une observation plus récente. Une étude de l'Association française des marchés financiers (AMAFI), fondée sur des données de marché comparant l'évolution des indicateurs en France et dans quatre pays européens (Allemagne, Espagne, Italie, Royaume-Uni), fait état d'une baisse relative des volumes d'environ 10 % sur les actions françaises concernées, observée depuis l'annonce de la hausse (15 février 2025), alors que les actions françaises non concernées ont suivi la tendance haussière observée sur les autres places<sup>82</sup>.

L'interprétation de ce résultat doit toutefois être prudente : l'entrée en vigueur du nouveau taux a coïncidé avec l'annonce, le 3 avril 2025, d'un relèvement des droits de douane américains, provoquant un épisode de forte volatilité sur l'ensemble des marchés. L'étude relève en outre que les écarts de cotation (*spreads*) et la volatilité sont restés comparables à ceux des autres places, ce qui confirmerait le rôle des exonérations (notamment celle accordée aux activités de tenue de marché) dans le maintien de la qualité du marché.

## **B - Des recettes dont l'évolution ne reflète qu'imparfaitement celle des marchés**

L'évolution des recettes de la taxe peut être mise en regard de celle des marchés boursiers. L'indice SBF 120, qui regroupe les 120 plus grandes capitalisations de la place de Paris, constitue une approximation acceptable de l'assiette taxable : à fin 2024, 87 % des sociétés concernées par la taxe y figuraient<sup>83</sup> ; à fin 2025, cette proportion s'élevait à 81 %.

Une analyse initiée par la direction générale du Trésor permet de comparer l'évolution des recettes à celle de cet indice. Deux indicateurs permettent notamment d'apprécier la relation entre cet indice et l'évolution des recettes.

Le premier indicateur rapporte l'évolution des recettes par point de taxe à celle de la moyenne annuelle de l'indice SBF 120, les deux séries étant rebasées à 100 en 2013 (cf. ci-dessous). Sur la période 2013-2025, l'indice boursier a progressé de 93 %, tandis que les recettes par point de taxe n'ont augmenté que de 76 %. Ce décalage traduit le fait que le rendement de la taxe ne dépend pas seulement du niveau des cours, mais également des volumes de transactions, qui dépendent de l'activité des marchés, et du nombre de sociétés concernées. Sur la période, le coefficient de corrélation entre les recettes par point de taxe et l'indice boursier s'établit à 0,81. Ce niveau, statistiquement significatif mais en deçà de l'unité, confirme que l'évolution des recettes ne se réduit pas à celle des cours.

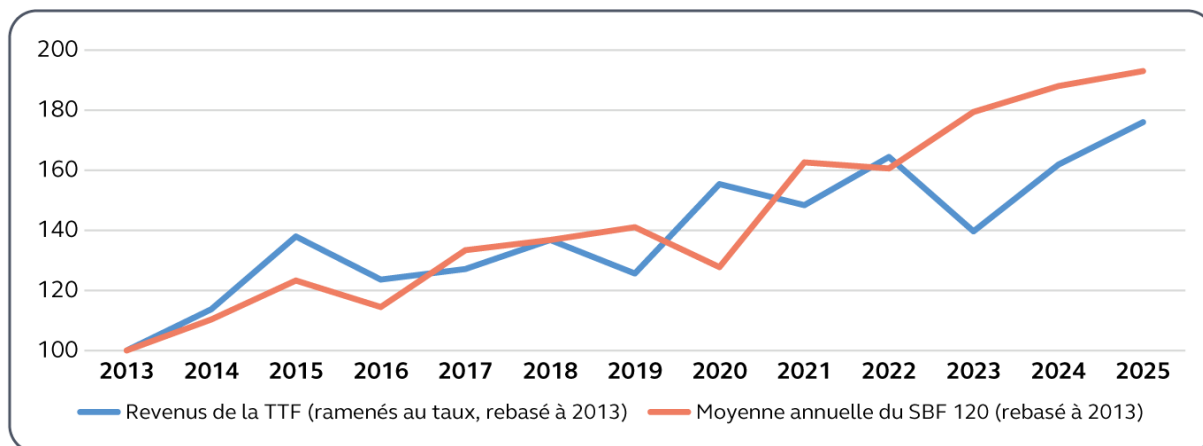
---

<sup>81</sup> Gunther Capelle-Blancard, « La taxe sur les transactions financières est-elle vouée à l'échec ? », *Documents de travail du Centre d'économie de la Sorbonne*, 2023.

<sup>82</sup> AMAFI, « Taxe sur les transactions financières — Relèvement du taux de la taxe en 2025 — Étude d'impact », 24 novembre 2025.

<sup>83</sup> Calcul opéré à partir des données *Euronext Paris* et de la liste des sociétés concernées publiée par la DGFIP.

**Graphique n° 8 : évolution des revenus de la TTF ramenés au taux, comparé à celle du SBF 120**



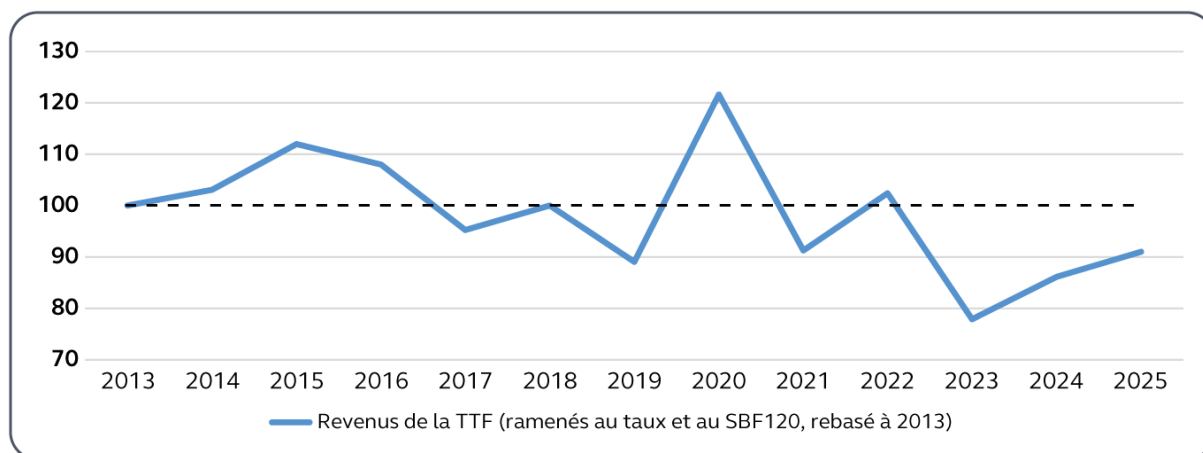
Lecture : les revenus sont ramenés au taux de 0,2 % pour neutraliser l'effet des relèvements de 2017 et 2025.

Source : direction générale du Trésor

Plusieurs épisodes de divergence apparaissent entre les deux séries. En 2020, les recettes ont atteint un niveau élevé alors que l'indice reculait sous l'effet de la crise sanitaire. Cette configuration s'explique par la forte volatilité des marchés, qui a généré des volumes de transactions élevés. La situation inverse s'observe en 2023 : les recettes ont reculé de 15 % malgré la progression de l'indice. Depuis lors, le produit de la taxe a de nouveau suivi une trajectoire dynamique, indépendamment des évolutions de son taux.

Le second indicateur divise les recettes par le produit du niveau de l'indice et du taux de taxation (cf. graphique ci-dessous). Il permet d'isoler la part du rendement de la taxe qui ne s'explique ni par l'évolution des cours, ni par celle du taux d'imposition. Ses variations traduisent donc l'effet des volumes de transactions et du périmètre des sociétés concernées.

**Graphique n° 9 : évolution des revenus de la TTF par unité de SBF 120 et point de taxation**



Lecture : revenus de la taxe sur les transactions financières divisés par l'indice SBF 120 et par le taux de taxation (rebasés à 100 en 2013). Une valeur supérieure à 100 indique un rendement par unité d'indice et de taux supérieur à 2013 ; une valeur inférieure traduit une moindre efficacité du prélèvement. La ligne pointillée matérialise la référence 2013.

Source : direction générale du Trésor

L'indicateur présente des fluctuations marquées. Le pic de 2020 (à 122) confirme l'effet des périodes de forte volatilité sur les recettes. Le creux de 2023 (à 78) constitue le point le plus bas de la série. Il s'explique par la sortie nette de 22 sociétés du périmètre d'assujettissement – à la suite de retraits de cote ou par passage sous le seuil d'1 Md€ de capitalisation – ainsi que par la baisse des volumes de transactions observée sur l'année. L'année 2025 marque un redressement partiel (à 91), sans retour au niveau de 2013.

Il ressort de ces observations que le rendement de la taxe dépend positivement du niveau des cours et de la volatilité des marchés. Ces deux effets peuvent cependant jouer en sens contraire : en période de crise, la baisse des cours tend à réduire les recettes, mais la hausse de la volatilité tend à les accroître *via* l'augmentation des volumes de transactions. L'année 2020 illustre cette configuration : les recettes ont progressé malgré le recul de l'indice. L'érosion de l'indicateur de rendement normalisé depuis 2022 suggère cependant que des facteurs structurels affectent désormais l'assiette (*infra*) : rétrécissement du périmètre des sociétés concernées (retraits de cote et introductions en bourse limitées), substitution vers des instruments non taxés, allongement de la durée de détention lié à l'essor de la gestion passive (fonds indiciels), développement des marchés privés et des cotations multiples à l'étranger.

## **IV - Une assiette débattue, structurellement étroite et fragilisée par des stratégies d'évitement**

L'absence de coordination européenne, dès lors que seuls quatre des onze États engagés dans la coopération renforcée ont effectivement instauré une taxe sur les transactions financières, crée un déséquilibre entre places financières. Cette situation, caractéristique d'un défaut de coordination en matière fiscale, limite les marges de manœuvre nationales.

Ces marges sont d'autant plus réduites que la taxe sur les transactions financières présente des limites structurelles. Son assiette effective est plus étroite que son assiette potentielle, en raison notamment des possibilités d'évitement au moyen d'instruments non taxés, si bien qu'une éventuelle extension de son périmètre fait l'objet de débats (A). En outre, le niveau de son taux se heurte à plusieurs contraintes économiques (B). Enfin, la composante de la taxe visant les opérations à haute fréquence n'a jamais produit de rendement significatif (C).

### **A - La substitution vers des instruments non taxés**

Si le principe d'émission limite les possibilités de contournement direct de la taxe sur les transactions financières, plusieurs instruments financiers permettent de répliquer la valeur ou l'évolution d'une action française sans en déclencher le fait générateur. Cette situation alimente le débat sur l'extension de l'assiette aux produits dérivés .

#### **1 - Des possibilités d'évitement au moyen d'instruments non taxés**

Les possibilités de contournement de la taxe sont structurellement limitées par l'application du principe d'émission. Un investisseur souhaitant acquérir des actions d'une entreprise française concernée ne peut y échapper en passant par un intermédiaire étranger ou en exécutant sa transaction sur une plateforme non française.

Divers instruments financiers permettent toutefois de répliquer une exposition économique équivalente à celle d'une action française sans déclencher le fait générateur de la taxe :

- les fonds indiciels cotés (*exchange-traded funds*, ETF) constituent un premier exemple. Ces fonds d'investissement, négociables en bourse comme des actions ordinaires, « répliquent » (c'est-à-dire reproduisent) la performance d'un indice boursier tel que le CAC 40, ou d'un portefeuille d'actions contenant des actions françaises. Si le recours à ces instruments permet de répondre à des objectifs de portefeuille, l'acquisition de parts d'un ETF n'entraîne pas de transfert de propriété sur les actions sous-jacentes et n'est donc pas directement soumise à la taxe pour l'investisseur final. Le degré effectif d'évitement de la taxe dépend de la méthode de réplication : les ETF « à réplication physique » acquittent la taxe lors de l'achat des actions françaises pour constituer leur portefeuille, réduisant d'autant leur performance ; les ETF « à réplication synthétique », qui utilisent des instruments dérivés sans acquérir directement les actions, autorisent un évitement fiscal complet ;
- les *American depositary receipts* (ADR) constituent une deuxième possibilité : ces certificats émis par des banques américaines, le cas échéant sans accord de l'émetteur, sont juridiquement assimilés à des actions étrangères. Ils permettent d'acquérir une exposition à une action française sans que la transaction soit soumise à la taxe, dès lors que le transfert de propriété porte sur le certificat américain et non sur l'action sous-jacente. Toutefois, l'émission initiale de l'ADR, qui suppose l'acquisition des actions françaises sous-jacentes par la banque émettrice, implique le paiement de la taxe ; ce mécanisme ne permet donc d'éviter la taxe que pour les transactions sur ADR déjà en circulation. Selon un site spécialisé, 105 entreprises françaises disposaient d'ADR en janvier 2026, dont 13 cotés sur les bourses américaines organisées et 92 négociés sur les marchés de gré à gré<sup>84</sup>. Les acquisitions d'actions de 75 d'entre elles (soit 71 %) étaient soumises à la taxe sur les transactions financières<sup>85</sup> ;
- les produits dérivés offrent une troisième voie. Les *contracts for difference* (CFD)<sup>86</sup> et les *total return swaps* (TRS)<sup>87</sup> permettent de répliquer synthétiquement une exposition à une action sans transfert de propriété, échappant ainsi à la taxe. Au Royaume-Uni, les CFD représenteraient 20 à 30 % des volumes sur actions domestiques, réduisant d'autant l'assiette du *stamp duty*<sup>88</sup>.

<sup>84</sup> Croisement des informations du site [topforeignstocks.com](https://topforeignstocks.com) et de la [liste des sociétés françaises dont la capitalisation boursière dépassait 1 Md€ au 1<sup>er</sup> décembre 2025](#).

<sup>85</sup> À titre d'exemples, parmi les grandes capitalisations concernées figuraient TotalEnergies, Sanofi, LVMH, L'Oréal, Hermès, Air Liquide, BNP Paribas, Société Générale, Schneider Electric ou encore Vinci.

<sup>86</sup> Les CFD permettent de s'exposer à la variation de prix d'une action sans en acquérir la propriété : l'investisseur et sa contrepartie s'engagent à échanger la différence entre le prix d'entrée et le prix de sortie du contrat. Aucun transfert de propriété n'intervenant, la taxe sur les transactions financières ne s'applique pas.

<sup>87</sup> Un TRS permet à une partie de recevoir le rendement total d'un actif (dividendes et plus-values) en échange du paiement d'un taux de référence majoré d'une marge. Comme pour les CFD, aucun transfert de propriété n'intervient et la taxe sur les transactions financières ne s'applique pas. Ces instruments sont principalement utilisés par des investisseurs institutionnels pour des opérations de couverture ou de gestion d'exposition.

<sup>88</sup> Direction générale du Trésor, « Présentation des taxes sur les transactions financières britannique, irlandaise et italienne », note interne, novembre 2025.

Dès 2012, un rapport du Sénat relevait que l'épargne investie sur des instruments dérivés échappait à l'imposition<sup>89</sup>. Les effets budgétaires et économiques du recours à ces instruments restent toutefois difficiles à quantifier.

## 2 - L'extension aux produits dérivés, une piste récurrente restée sans suite

L'extension de l'assiette de la taxe aux produits dérivés a été envisagée dès 2012, mais alors écartée pour des raisons techniques<sup>90</sup>. Les évolutions réglementaires intervenues depuis, notamment l'obligation de déclarer les transactions sur produits dérivés aux référentiels centraux, instituée par le règlement *European market infrastructure regulation* (EMIR), ont partiellement levé cet obstacle.

L'extension de la taxe sur les transactions financières aux produits dérivés fait l'objet d'initiatives parlementaires régulières, souvent combinées avec des propositions d'élargissement aux transactions intra-journalières. Aucune n'a abouti à ce jour. La proposition de loi n° 1145, présentée en 2023 et visant à inclure dans l'assiette de la taxe les opérations intra-journalières et les produits dérivés, a vu son article unique supprimé par la commission des finances de l'Assemblée nationale. Les amendements déposés lors de l'examen des projets de loi de finances pour 2024 (n° I-CF1135) et 2026 (n° I-CF314), qui proposaient une taxation des dérivés au taux de 0,01 % assis sur la valeur notionnelle, n'ont pas davantage prospéré.

Plusieurs arguments soutiennent une extension de l'assiette de la taxe. La taxation des seules acquisitions d'actions crée une asymétrie de traitement entre opérations économiquement équivalentes, encourageant la substitution vers les dérivés. Les raisons techniques ayant conduit à écarter la taxation des dérivés en 2012 seraient surmontables, comme l'illustre le dispositif italien en place depuis 2013 (cf. chapitre I et encadré ci-dessous). Les perspectives budgétaires d'une taxation des dérivés seraient avantageuses : les estimations disponibles pour la France portent généralement sur une extension combinée aux transactions intra-journalières et aux dérivés, ce qui empêche d'isoler le rendement potentiel de chaque composante. Selon les hypothèses retenues, certains travaux avancent un rendement multiplié par quatre à cinq par rapport au niveau actuel<sup>91</sup>, tandis que d'autres l'évaluent entre 4 et 7 Md€, contre 2,5 Md€ en 2025 dans la configuration en vigueur<sup>92</sup>.

Cependant, des obstacles significatifs subsistent à une extension de l'assiette de la taxe, qu'ils soient de nature juridique, technique et économique.

Sur le plan juridique, la détermination de l'assiette soulève plusieurs difficultés. Les produits dérivés présentant un faible degré de standardisation, la base taxable pourrait être définie

---

<sup>89</sup> *La taxe sur les transactions financières : facile à concevoir, difficile à mettre en oeuvre*, rapport d'information n° 259 (2012-2013) de Mme Fabienne Keller, fait au nom de la commission des affaires européennes du Sénat, 21 décembre 2012, p. 36.

<sup>90</sup> L'évaluation préalable du projet de loi de finances rectificative indiquait qu'« une taxation généralisée des dérivés (contrats financiers) au seul niveau national serait aujourd'hui impossible », les dérivés échangés de gré à gré ne faisant pas l'objet d'un système de déclaration centralisé permettant leur identification et leur taxation.

<sup>91</sup> Ivar Ekeland et Jean-Charles Rochet, « Pour une véritable taxe sur les transactions financières », *Revue d'économie financière*, n° 133, 2019, p. 233-247.

<sup>92</sup> Gunther Capelle-Blancard, *op. cit.*, *Documents de travail du Centre d'économie de la Sorbonne*, n° 2023.09R, 2023. Voir aussi : Stephan Schulmeister, Margit Schratzenstaller et Oliver Picek, « A General Financial Transaction Tax: Motives, Revenues, Feasibility and Effects », *WIFO Studies*, 2008.

de plusieurs manières : valeur notionnelle, prime versée ou variation de valeur du contrat. Le fait générateur de l'imposition devrait également être défini avec précision afin d'éviter une double imposition avec la composante actions en vigueur ou une taxation différenciée d'instruments financiers proches ou substituables. Enfin, l'acquisition de dérivés ne se traduisant pas nécessairement par un transfert de propriété entre les parties, le cadre juridique actuel, qui s'appuie sur ce transfert comme fait générateur, ne pourrait être transposé directement.

Sur le plan technique, le marché des dérivés fonctionne essentiellement de gré à gré, sans registre centralisé des transactions. La taxation reposerait dès lors vraisemblablement sur une logique purement déclarative et une autoliquidation par les contribuables, au risque de pertes substantielles de recettes<sup>93</sup>.

Sur le plan économique, le marché des dérivés est plus mobile que celui des actions. La création d'une taxe sur ces produits provoquerait possiblement une migration de l'activité vers d'autres places européennes ou internationales<sup>94</sup>, avec des effets indirects sur le revenu des banques françaises qui distribuent ces instruments. Les estimations de recettes supplémentaires doivent ainsi être considérées avec circonspection, les hypothèses d'élasticité sous-jacentes, mobilisées dans les études citées ci-dessus, n'ayant pas été testées empiriquement.

Au vu de ces incertitudes juridiques, techniques et économiques, la création d'une nouvelle composante de la taxe sur les transactions financières, spécifique aux produits dérivés, n'apparaît pas immédiatement réalisable.

#### **Les modalités techniques de taxation des produits dérivés en Italie**

L'Italie est le seul État membre de l'Union européenne à taxer les produits dérivés dans le cadre de sa taxe sur les transactions financières, instituée en 2013 (*legge* n° 228/2012 ; décret du ministre de l'Économie du 21 février 2013). Le dispositif italien apporte trois réponses concrètes aux difficultés techniques généralement avancées pour décourager la taxation des produits dérivés.

S'agissant du périmètre, la taxe italienne ne repose pas sur la résidence des parties au contrat, mais sur la nature du sous-jacent. Sont assujettis tous les contrats dérivés dont le sous-jacent comprend, à titre principal, des actions ou des indices d'actions de sociétés résidentes italiennes entrant dans le champ de la taxe. Une transaction conclue entre deux intermédiaires étrangers, hors d'Italie, sur un dérivé adossé à une action italienne, est donc assujettie.

S'agissant de l'assiette, le législateur a renoncé à un taux *ad valorem* au profit d'un barème forfaitaire, exprimé en euros par contrat. Le montant dû croît par tranches selon le type d'instrument et selon la valeur notionnelle. Ce barème est multiplié par cinq pour les transactions exécutées hors des marchés réglementés et des systèmes multilatéraux de négociation. Ce choix permet de contourner l'absence de prix de transaction explicite pour de nombreux contrats et l'hétérogénéité des instruments.

<sup>93</sup> Il en irait de même, *mutatis mutandis*, pour ce qui concerne les transactions intra-journalières : en l'absence de transfert de propriété, matérialisant la redevabilité de la taxe, l'administration fiscale se trouverait *de facto* dans l'impossibilité d'identifier les transactions taxables, faute de moyen de contrôle opérant, particulièrement lorsque ces transactions sont réalisées en dehors du territoire européen (y compris pour d'éventuels investisseurs européens faisant appel à des intermédiaires extra-européens).

<sup>94</sup> Thornton Matheson, « *Taxing Financial Transactions: Issues and Evidence* », *IMF Working Paper*, WP/11/54, mars 2011, p. 35-40.

S'agissant enfin de la collecte, la taxe est due par chacune des deux parties au contrat, et non par le seul acheteur. Elle est prélevée et reversée par les intermédiaires financiers qui interviennent dans la transaction, qu'ils soient ou non résidents italiens, selon une déclaration mensuelle adressée à l'*Agenzia delle Entrate*. En l'absence d'intermédiaire, la taxe est autoliquidée par le contribuable. Le contrôle s'appuie sur le rapprochement avec les données transmises aux référentiels centraux de transactions au titre du règlement EMIR.

## B - Les limites économiques à un relèvement des taux

La question d'une hausse du taux au-delà de 0,4 % se pose dans un contexte de recherche de nouvelles ressources budgétaires. Plusieurs contraintes économiques doivent toutefois être prises en compte.

En premier lieu, les possibilités d'évitement présentées précédemment sont d'autant plus attractives que le taux est élevé, ce qui impose *de facto* un plafond aux hausses envisageables. La courbe de Laffer formalise cette relation en suggérant l'existence d'un taux au-delà duquel les recettes diminueraient. Ce taux maximisant les recettes ne se confond pas avec le taux qui maximiserait le bien-être collectif : le premier vise le rendement budgétaire le plus élevé, le second cherche à décourager les transactions spéculatives jugées néfastes. Rien ne suggère qu'ils coïncident. Dans un modèle calibré sur l'élasticité des volumes estimée à partir de l'expérience française, le taux maximisant les recettes se situerait à 0,78 %, tandis que le taux optimal du point de vue du bien-être collectif s'établirait à 0,37 %<sup>95</sup>. Toute hausse de taux supplémentaire renforcerait la compétitivité des alternatives à la détention.

À 0,4 %, le taux actuel se situerait légèrement au-dessus de cet *optimum* théorique, mais en deçà du taux maximisant les recettes.

Par ailleurs, la théorie économique établit que la perte d'efficacité engendrée par une taxe croît proportionnellement au carré de son taux : ainsi, à titre d'exemple, doubler le taux quadruple la perte pour la collectivité, par exemple en raison de la pénalisation du financement des entreprises qui en découle et de ses effets en cascade sur l'économie réelle. À rendement équivalent, un élargissement de l'assiette assorti d'une baisse du taux serait donc préférable du point de vue de l'efficacité économique.

L'expérience suédoise des années 1984-1991 illustre les risques d'une conception inadaptée : la taxe, fondée sur le principe de résidence, ne s'appliquait qu'aux transactions réalisées par des intermédiaires suédois, ce qui, combiné à un taux élevé (0,5 % puis 1 %), a provoqué une migration massive des transactions vers Londres<sup>96</sup>. La taxe française, fondée sur le principe d'émission (cf. chapitre I), n'est pas exposée au même risque.

La compétitivité de la place de Paris constitue une autre contrainte. À mesure que le taux français s'éloigne de celui des places concurrentes (0,2 % en Espagne ; 0,1 % en Italie sur marchés réglementés ; 0,5 % au Royaume-Uni avec un périmètre différent), le risque de substitution vers des actions étrangères non taxées augmente. Ce risque est toutefois limité pour

<sup>95</sup> Eduardo Dávila, « *Optimal Financial Transaction Taxes* », *Journal of Finance*, vol. 78, n° 1, 2023, p. 5-61.

<sup>96</sup> Steven Umlauf, « *Transaction Taxes and the Behavior of the Swedish Stock Market* », *Journal of Financial Economics*, vol. 33, n° 2, 1993, p. 227-240. Voir aussi : Campbell John Y. et Froot Kenneth A. (1993), « *International Experiences with Securities Transaction Taxes* », in Frankel Jeffrey A. (éd.), *The Internationalization of Equity Markets*, University of Chicago Press, p. 277-308.

les investisseurs souhaitant conserver une exposition aux entreprises françaises. La Banque de France soulignait en 2023<sup>97</sup> que le contexte post-Brexit a renforcé la position de la place de Paris au sein de l'Union européenne : environ 1 500 Md€ d'actifs et 7 000 emplois dans les services financiers ont été transférés du Royaume-Uni vers l'Europe continentale depuis 2016, dont 2 800 emplois vers Paris. Une hausse significative du taux pourrait compromettre ces acquis. Elle pourrait en outre peser sur le financement des entreprises par émission d'actions, encourageant un recours accru à l'endettement.

La modulation du taux selon des critères qualitatifs fait également l'objet de débats. Une taxe « verte » appliquerait un taux réduit aux titres d'entreprises répondant à des critères environnementaux, mais nécessiterait des conditions d'éligibilité robustes pour prévenir les déclarations environnementales non fondées.

### **C - Une taxation des opérations à haute fréquence qui ne produit pas de recettes**

La deuxième composante de la taxe sur les transactions financières vise à taxer les opérations à haute fréquence. Elle soumet au taux de 0,01 % les ordres annulés ou modifiés représentant plus de 80 % des ordres transmis au cours d'une même journée, lorsque ces modifications interviennent dans un délai inférieur à une demi-seconde.

À la différence de la composante principale de la taxe, fondée sur le principe d'émission, sa deuxième composante repose sur un principe de territorialité limitée : seuls sont taxés les ordres transmis par des intermédiaires financiers exerçant leur activité en France ; les succursales établies à l'étranger de sociétés françaises en sont exemptées. Cette conception expose le dispositif au risque de délocalisation de l'activité, comme l'illustre l'expérience suédoise évoquée précédemment.

Ce dispositif est en outre aisément contournable : les seuils de délais et de taux d'annulation représentent une contrainte limitée pour les opérateurs qui adaptent leurs stratégies algorithmiques en conséquence pour éviter le fait générateur de la taxe . Ainsi, le seuil de 80 % d'ordres annulés est rarement atteint par les opérateurs, qui calibrent leurs algorithmes pour rester en deçà. En pratique, le rendement de cette composante de la taxe est *quasi nul*<sup>98</sup> depuis son entrée en vigueur. De 2017 à 2022, les recettes perçues se sont établies à 10 513 €<sup>99</sup>. Elles sont strictement nulles depuis 2023.

Conçue comme une taxe à visée comportementale, cette composante doit être appréciée, selon l'administration, non au regard de son produit budgétaire, mais de ses effets sur l'activité visée. Les éléments rappelés ci-dessus suggèrent toutefois que l'absence de recettes pourrait traduire davantage un calibrage algorithmique des opérateurs sous les seuils qu'une disparition effective des opérations à haute fréquence sur le territoire national. Au-delà, le bien-fondé de

---

<sup>97</sup> Banque de France, « L'extension de l'assiette de la taxe française sur les transactions financières française (TTF) aux transactions intra journalières et aux dérivés », note interne, 2023.

<sup>98</sup> Elles avaient atteint 55 493 € en 2015 et 7 767 € en 2016. La direction des grandes entreprises n'a pas été en mesure de fournir les chiffres antérieurs.

<sup>99</sup> Rapport d'information n° 1328, commission des finances, Assemblée nationale, 25 juillet 2013 ; rapport n° 1297, commission des finances, Assemblée nationale, 2023.

maintenir une taxation spécifique des opérations à haute fréquence, dont les recettes sont nulles depuis cinq ans, peut interroger au regard de l'objectif de lisibilité du système fiscal<sup>100</sup>.

## **V - Une incidence fiscale finale qui reste incertaine, des recettes provenant majoritairement de l'étranger**

Les travaux empiriques ne permettent pas d'établir quel effet prédomine dans l'incidence fiscale de la taxe (A). L'analyse des journaux de suivi de la collecte permet en revanche de mieux cerner son empreinte géographique (B).

### **A - Des mécanismes de transmission multiples, une incidence fiscale finale incertaine**

Si l'évolution des recettes de la taxe sur les transactions financières peut être retracée, la répartition de la charge fiscale entre les différents acteurs reste difficile à établir<sup>101</sup>. La charge fiscale peut en effet se répercuter, au moins pour partie, sur d'autres agents que le redevable légal, en l'occurrence le prestataire de services d'investissement, qui n'a pas obligation d'en facturer le coût à son client. Au moins trois mécanismes de report de l'incidence fiscale peuvent intervenir : (1) la répercussion par les intermédiaires financiers ; (2) la capitalisation dans les prix des actifs ; (3) la réallocation des capitaux vers des placements non taxés.

La répercussion par les intermédiaires constitue un premier mécanisme. Le courtage étant une activité très concurrentielle, les marges des intermédiaires sont faibles et ne leur permettent pas d'absorber le coût de la taxe ; ils tendent donc à le répercuter sur leurs clients<sup>102</sup>. Ces derniers – fonds d'investissement, compagnies d'assurance – détiennent généralement des actions pour le compte d'investisseurs finaux et peuvent à leur tour répercuter la taxe sur les porteurs de parts<sup>103</sup>. Une analyse alternative souligne toutefois que la baisse des volumes peut pénaliser les intermédiaires *via* la réduction de leurs commissions<sup>104</sup>.

La capitalisation dans les prix constitue un deuxième mécanisme. Si les prix de marché s'ajustent rapidement à l'information nouvelle, tout choc sur les coûts de transaction futurs est reflété dans les prix des actifs<sup>105</sup>. Les futurs acheteurs sont alors compensés par un prix d'achat plus faible : ce sont les détenteurs d'actions au moment de l'annonce de la taxe qui en supportent

---

<sup>100</sup> Cf. Cour des comptes, *Les taxes à faible rendement*, rapport public thématique, avril 2025.

<sup>101</sup> Jean-Édouard Colliard et Peter Hoffmann, « Taxes sur les transactions financières : théorie, expériences et implémentation », *Opinions & Débats*, n° 9, Institut Louis Bachelier, février 2015, p. 19-20.

<sup>102</sup> Jean-Édouard Colliard, « Les taxes sur les transactions financières : un outil dépassé ? », *Revue d'économie financière*, n° 131, 2018, p. 142 ; Ivar Ekeland et Jean-Charles Rochet, « Pour une véritable taxe sur les transactions financières », *Revue d'économie financière*, n° 133, 2019, p. 238.

<sup>103</sup> *La taxe sur les transactions financières : facile à concevoir, difficile à mettre en oeuvre*, rapport d'information n° 259 (2012-2013) de Mme Fabienne Keller, fait au nom de la commission des affaires européennes du Sénat, 21 décembre 2012, p. 46.

<sup>104</sup> Gunther Capelle-Blancard, « Taxe sur les transactions financières », *Revue du Conseil scientifique de l'AMF*, février 2015, p. 22.

<sup>105</sup> Yakov Amihud et Haim Mendelson, « Transaction Taxes and Stock Values », in *Modernizing U.S. Securities Regulations*, 1992, p. 477-502.

le coût, et non les acheteurs ultérieurs<sup>106</sup>. Ce mécanisme a été mis en évidence dans plusieurs travaux empiriques portant sur le Royaume-Uni : les *American depositary receipts* d'entreprises britanniques, non soumis au *stamp duty*, se négocient avec une prime par rapport aux actions sous-jacentes taxées, l'écart reflétant la capitalisation du coût de transaction futur<sup>107</sup>.

À plus long terme, un troisième mécanisme est susceptible d'intervenir : les capitaux se réallouent vers des placements non taxés jusqu'à égalisation des rendements après impôt, ce qui réduit le stock de capital disponible pour les entreprises dont les titres sont assujettis et pourrait peser sur leur capacité de financement<sup>108</sup>. Une estimation fondée sur un modèle d'évaluation des actifs situe l'effet de la taxe sur le coût du capital à environ 7 points de base par an, soit un passage de 8 % à 8,07 %<sup>109</sup>. Les travaux empiriques disponibles n'ont toutefois pas confirmé cet effet, les relèvements de taux successifs n'ayant pas eu d'incidence mesurable sur les conditions de financement des entreprises concernées<sup>110</sup>. L'absence d'observation d'un tel effet précédemment ne préjuge toutefois pas qu'il ne puisse se manifester à l'avenir.

## B - Des recettes provenant principalement de l'étranger

Le principe d'émission sur lequel repose la taxe sur les transactions financières lui confère un caractère largement extraterritorial. L'analyse des journaux de suivi de la collecte<sup>111</sup> produits par *Euroclear France* permet de documenter cette dimension à deux niveaux : celui des intermédiaires, c'est-à-dire des prestataires de services d'investissement qui acquittent formellement la taxe, et celui des investisseurs pour le compte desquels les transactions sont réalisées. Les volumes de transactions et le recours aux exonérations, qui éclairent les écarts observés entre acteurs résidents et non-résidents, sont examinés conjointement. Ces données appellent toutefois une lecture prudente, la répartition géographique ne préjugeant pas de l'incidence économique finale.

### 1 - Près de la moitié des recettes collectées par des intermédiaires étrangers

Sur la période 2017-2025, les intermédiaires établis en France ont apporté en moyenne 52,9 % des recettes de la taxe sur les transactions financières. Cette proportion est restée relativement stable dans le temps. Réciproquement, les intermédiaires internationaux ont représenté en moyenne 47,1 % des recettes perçues. Dans cet ensemble, les intermédiaires belges ont été les plus actifs. L'effet du Brexit apparaît au travers de la progressive chute des recettes tirées des déclarations émanant du Royaume-Uni (de 18,3 % en 2017 à 3,1 % en 2025) et de la montée en puissance des intermédiaires irlandais.

<sup>106</sup> Jean-Édouard Colliard, *op. cit.*, 2018, p. 142-143.

<sup>107</sup> Victoria Saporta et Kamhon Kan, « *The Effects of Stamp Duty on the Level and Volatility of Equity Prices* », *Bank of England Working Paper*, n° 71, 1997.

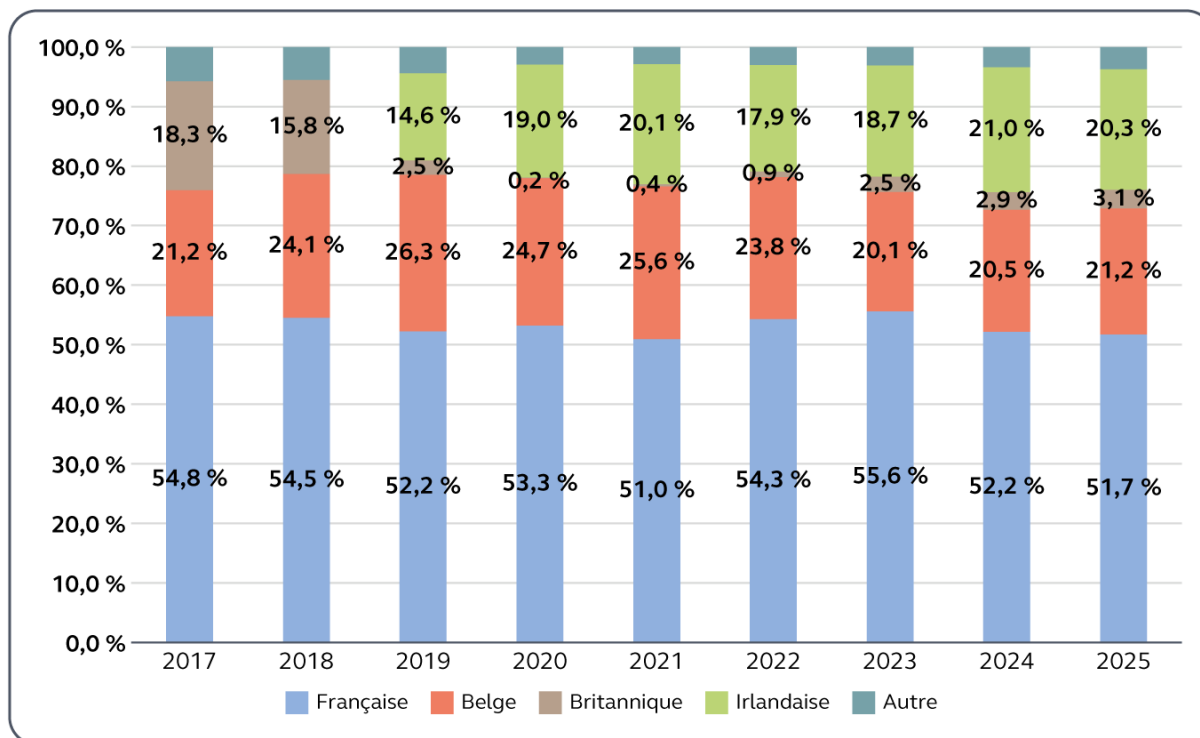
<sup>108</sup> Une baisse du stock de capital pour les entreprises concernées est susceptible de réduire la productivité du travail et les salaires. Cf. Yakov Amihud et Haim Mendelson, « *Asset Pricing and the Bid-Ask Spread* », *Journal of Financial Economics*, vol. 17, n° 2, 1986, p. 223-249 ; George Constantinides, « *Capital Market Equilibrium with Transaction Costs* », *Journal of Political Economy*, vol. 94, n° 4, 1986, p. 842-862.

<sup>109</sup> Jean-Édouard Colliard, *op.cit.*, 2018, p. 141-152. L'estimation repose sur un taux de rotation annuel de 100 % et une part de transactions taxées de 20 %.

<sup>110</sup> Gunther Capelle-Blancard, *op.cit.*, 2023.

<sup>111</sup> Notamment les journaux de suivi WTE010 « récapitulatif mensuel agrégé des déclarations » et WTE030 « récapitulatif mensuel des déclarations par typologie ».

**Graphique n° 10 : répartition de la taxe payée par nationalité de l'intermédiaire – 2017 à 2025**



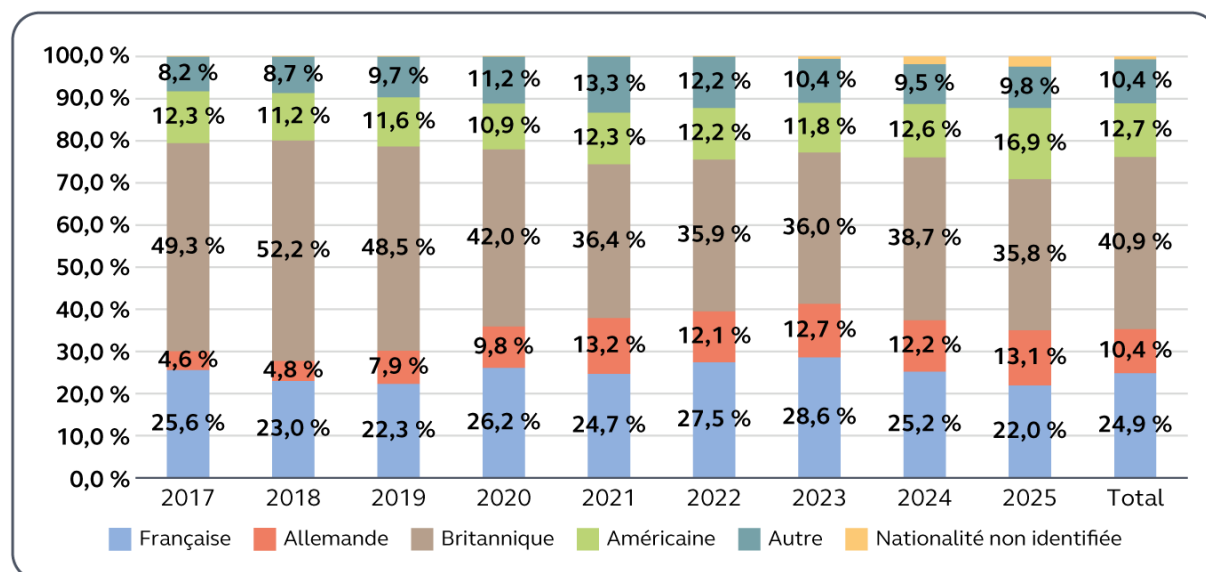
Source : Cour des comptes d'après données Euroclear (journal de suivi WTE010)

## 2 - Environ trois quarts des recettes acquittées par des investisseurs non-résidents

Sur la période 2017-2025, 66 nationalités distinctes d'investisseurs<sup>112</sup> ont été identifiées dans les journaux de suivi de la collecte produits par *Euroclear France*. Environ trois quarts de la taxe sont acquittés par des investisseurs non-résidents. Ces derniers sont concentrés dans quelques pays : Royaume-Uni, Allemagne et États-Unis (cf. graphique ci-dessous).

Cette répartition a évolué sous l'effet du Brexit : la part des investisseurs britanniques est passée de 49,3 % en 2017 à 40,9 % en 2025, principalement au profit des investisseurs allemands, de 4,6 % à 10,4 %. Les investisseurs britanniques restent néanmoins largement dominants sur l'ensemble de la période.

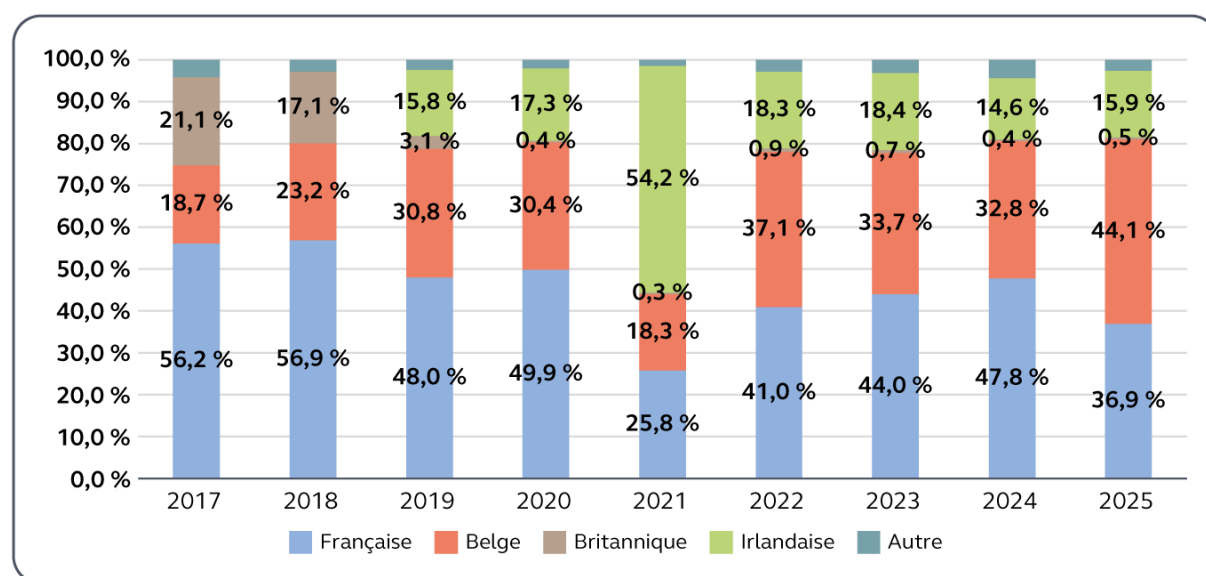
<sup>112</sup> Dans un nombre limité de cas, la nationalité de l'investisseur n'a pu être identifiée.

**Graphique n° 11 : répartition de la taxe payée par nationalité de l'investisseur – 2017 à 2025**

Source : Cour des comptes d'après Euroclear France (journal de suivi WTE010)

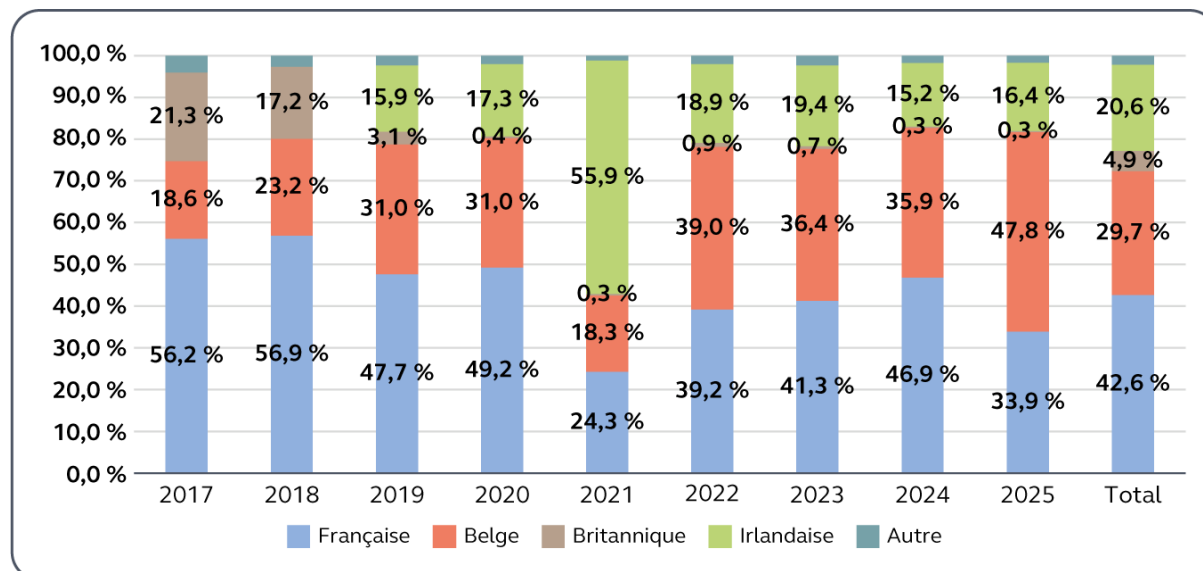
### 3 - Un recours aux exonérations proportionnellement plus élevé chez les investisseurs internationaux

Les données de volume révèlent un écart significatif avec les données de recettes. En 2025, les intermédiaires internationaux ont représenté 63,1 % des transactions déclarées en volume, soit une proportion supérieure à leur poids dans les recettes (45,6 %). Cet écart ne s'explique pas par une proportion plus élevée de transactions exonérées parmi celles déclarées par les intermédiaires internationaux.

**Graphique n° 12 : volume de transactions par nationalité de l'intermédiaire – 2017 à 2025**

Source : Cour des comptes d'après données Euroclear (journal de suivi WTE030)

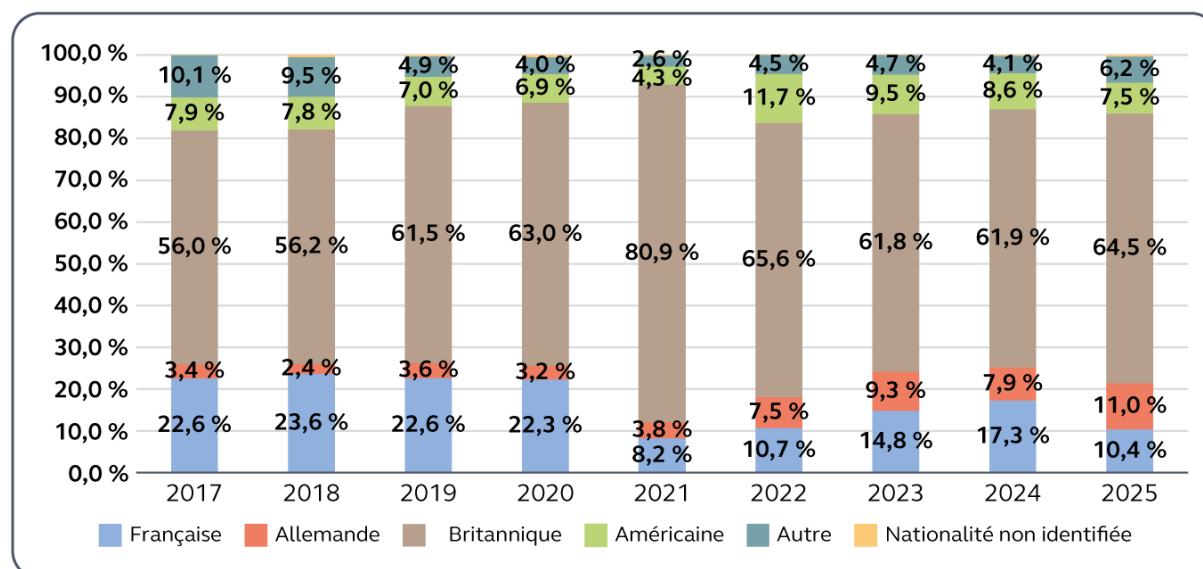
**Graphique n° 13 : volume d'exonérations par nationalité de l'intermédiaire – 2017 à 2025**



Source : Cour des comptes d'après données Euroclear (journal de suivi WTE030)

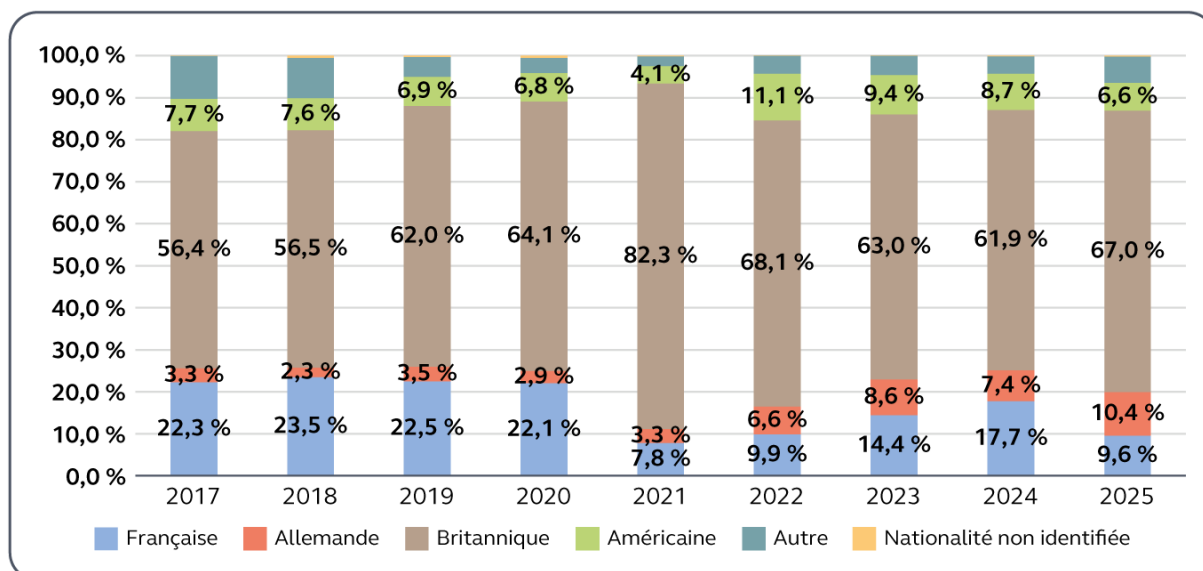
En 2025, les investisseurs non-résidents ont représenté environ 90 % des transactions déclarées et des exonérations, soit une proportion nettement supérieure à leur poids dans les recettes (75 %). Ce constat suggère que la part des transactions exonérées est structurellement plus élevée chez ces acteurs internationaux. Ce différentiel reflète vraisemblablement la nature des stratégies d'investissement mises en œuvre par ces acteurs, davantage orientées vers des opérations temporaires — prêts de titres, opération de mise en pension — ou vers des activités de tenue de marché, qui bénéficient l'une et l'autre d'exonérations explicites dans le dispositif.

**Graphique n° 14 : volume de transactions par nationalité de l'investisseur – 2017 à 2025**



Source : Cour des comptes d'après données Euroclear (journal de suivi WTE030)

**Graphique n° 15 : volume d'exonérations par la nationalité de l'investisseur – 2017 à 2025**



Source : Cour des comptes d'après données Euroclear (journal de suivi WTE030)

#### 4 - Une incidence sur l'économie française toutefois difficile à établir

L'analyse de la répartition géographique de la taxe sur les transactions financières appelle une réserve méthodologique. La nationalité de l'intermédiaire ou de l'investisseur ne préjuge en effet pas de l'incidence économique finale. Un prestataire de services d'investissement britannique peut intervenir pour le compte d'un fonds luxembourgeois dont les porteurs de parts sont majoritairement français. Les données disponibles ne permettent pas de retracer l'intégralité de la chaîne d'intermédiation jusqu'à l'investisseur final.

La seule estimation disponible, portant sur la domiciliation des véhicules d'investissement, date de 2012. Elle confirme l'internationalisation des chaînes d'intermédiation : les fonds domiciliés en France ne représentaient ainsi que 16 % des recettes de la taxe, contre 38 % pour les fonds américains et 26 % pour les fonds luxembourgeois, les 20 % restant se répartissant entre les fonds britanniques, irlandais et d'autres juridictions<sup>113</sup>. Bien qu'antérieures au Brexit, ces données illustrent la difficulté structurelle à retracer l'incidence finale de la taxe.

Dans ce contexte d'incertitude relative à l'incidence économique et géographique, il y aurait intérêt à ce que l'État partage davantage de données relatives aux transactions, exonérations, intermédiaires et investisseurs, dont la sphère académique, notamment, pourrait se saisir. Les journaux de suivi de la collecte produits par *Euroclear France* au profit de l'État constituent, à cet égard, la source à la granularité la plus fine mais ils comportent des informations couvertes par le secret fiscal et ne sont adressés, pour l'heure, qu'à la direction générale des finances publiques.

<sup>113</sup> Jean-Édouard Colliard et Peter Hoffmann, *op.cit.*, 2017, p. 2710-2712.

En conséquence, il est proposé que celle-ci partage, sous une forme anonymisée, les journaux de suivi de la collecte produits par *Euroclear France* avec la direction générale du Trésor afin que cette dernière s'en saisisse dans le cadre de ses activités de recherche et de publication économiques<sup>114</sup>.

La publication, par la direction générale du Trésor, d'études économiques et statistiques sur la taxe sur les transactions financières, portant sur l'assiette taxable (en particulier la part des opérations exonérées et le montant des transactions concernées), sur la nationalité des investisseurs et sur les effets économiques de la taxe contribuerait à éclairer le débat académique et citoyen.

---

<sup>114</sup> Publications « *Trésor-Éco* », documents de travail ou publications « Lab », etc.

---

## CONCLUSION ET RECOMMANDATION

---

*L'analyse des effets économiques de la taxe sur les transactions financières met en évidence un décalage entre les objectifs initiaux et les résultats observés. La taxe constitue une source de rendement budgétaire, mais son efficacité au regard de l'objectif de régulation des marchés demeure limitée : aucun effet stabilisateur robuste sur la volatilité n'a été mis en évidence, tandis que plusieurs indicateurs de liquidité et de qualité du marché se sont dégradés sur certains segments ; l'incidence économique finale de la taxe demeure par ailleurs difficile à établir avec précision, même si la répartition géographique de sa collecte montre une large majorité de déclarants étrangers.*

*Les données de collecte révèlent qu'environ trois quarts des recettes proviennent d'investisseurs non-résidents, principalement britanniques, américains et allemands. L'analyse des volumes et des exonérations confirme par ailleurs que la répartition géographique des recettes ne reflète qu'imparfaitement celle des transactions : les acteurs internationaux, dont les opérations relèvent davantage de catégories exonérées, contribuent aux recettes dans une proportion moindre que leur poids en volume ne le laisserait attendre. La progression des intermédiaires irlandais depuis le Brexit illustre plus généralement les recompositions en cours au sein de l'industrie financière européenne, indépendamment de toute modification du dispositif fiscal.*

*Ces constats tiennent moins à des effets conjoncturels qu'à la conception même du dispositif. L'assiette effective est sensiblement plus étroite que l'assiette potentielle, en raison des exonérations légales, de la non-taxation des transactions intra-journalières et des possibilités d'évitement au moyen d'instruments non taxés. L'exemption des transactions dénouées en cours de journée, qui représentent une grande partie des volumes échangés, exclut de fait les stratégies de court terme que la taxe entendait initialement décourager. La possibilité de recourir à des produits dérivés offre aux investisseurs des alternatives permettant d'obtenir une exposition économique équivalente sans déclencher le fait générateur de la taxe. Par ailleurs, la composante de la taxe visant les opérations à haute fréquence a produit un rendement quasi nul et ne permet pas de mettre en évidence un effet économique.*

*La Cour formule la recommandation suivante :*

- 1. Publier en 2027 une étude sur l'assiette de la taxe sur les transactions financières, détaillant notamment son évolution dans le temps, la part des opérations exonérées et la nationalité des investisseurs et des intermédiaires, sur la base des journaux de suivi de la collecte produits par Euroclear France, partagés sous forme anonymisée par la direction générale des finances publiques (ministre de l'économie, des finances et de la souveraineté industrielle, énergétique et numérique).*
-

## **Chapitre III**

### **Un processus de collecte peu coûteux, mais exposé à des risques**

Créée immédiatement après la crise financière de 2008 et affectée d'emblée au financement de l'aide publique au développement, la taxe sur les transactions financières est investie d'un statut emblématique, qui implique des attentes particulières quant au bon déroulement de son processus de collecte, d'autant qu'un acteur privé, le dépositaire central de titres agréé *Euroclear France*, y joue un rôle prépondérant.

Le processus de collecte de la taxe sur les transactions financières (I) est généralement perçu comme maîtrisé par les parties prenantes rencontrées et particulièrement peu coûteux (II). Il n'en reste pas moins affecté de risques résiduels, qui doivent appeler une attention particulière de la part de l'administration fiscale (III).

#### **I - Un rôle prépondérant du dépositaire central de titres**

Inspiré de l'exemple britannique (A), le processus de collecte de la taxe sur les transactions financières est le fruit d'une collaboration originale entre le dépositaire central de titres et l'administration fiscale (B), régie par le code général des impôts et un protocole signé le 7 septembre 2012 (C). Il repose, pour l'essentiel, sur des processus informatiques (D).

##### **A - Un circuit inspiré de l'exemple britannique**

Pour la composante de la taxe touchant aux acquisitions d'actions françaises, l'État a fait le choix de s'appuyer sur un circuit de collecte similaire à celui en vigueur au Royaume-Uni, où *Euroclear* assurait le recouvrement de la *stamp duty*. Ce circuit repose sur un mécanisme de déclaration centralisé lors de la dernière étape du post-marché, à savoir le règlement-livraison des titres acquis.

L'avantage de cette approche est que dans un environnement financier où les opérateurs de marché n'exercent plus le monopole sur le carnet d'ordres des titres français (cf. III), elle permet d'appréhender un large spectre de transactions, qu'elles se déroulent sur des plateformes

de négociation alternatives réglementés (*multilateral trading facilities*) ou de gré à gré (*over the counter*)<sup>115</sup>, et ce, quel qu'en soit le mécanisme de compensation (*clearing*).

En d'autres termes, en l'absence de registre exhaustif des transactions mobilisables à des fins fiscales (« cadastre financier »)<sup>116</sup>, l'appui sur le règlement-livraison permet d'assurer qu'un maximum de transactions assujetties fait l'objet d'une déclaration, puis, en définitive d'un règlement de la taxe. Quel que soit le mécanisme de rencontre entre offre et demande, et quelles que soient les mesures de compensation prises pour réduire le risque de contrepartie, toutes les transactions passent en effet par ce point central unique.

L'appui sur l'opérateur de règlement-livraison *Euroclear France* s'explique également par le fait que ce dernier est chargé d'opérer le transfert de propriété entre acheteur et vendeur et que ce transfert constitue le fait générateur de l'imposition (cf. chapitre I).

### ***Euroclear France***

*Euroclear France* est le seul dépositaire central de titres (*central securities depository*) agréé en France. Conformément au cadre réglementaire européen applicable aux dépositaires centraux, en particulier le règlement UE n°909/2014 dit *Central Securities Depositories Regulation* (CSDR), *Euroclear France* intervient comme infrastructure de marché essentielle pour les titres français, en garantissant l'inscription en compte, la tenue des positions et la sécurité juridique des droits des détenteurs. La société assure le règlement-livraison des opérations sur titres, en lien avec les plateformes de négociation et les systèmes de paiement, selon le principe de livraison contre paiement.

*Euroclear France* est une entité d'*Euroclear*, groupe international spécialisé dans les infrastructures de post-marché, présent dans plusieurs pays européens depuis sa fondation en Belgique en 1968. Son activité s'exerce sous la supervision des autorités compétentes, notamment l'Autorité des marchés financiers et la Banque de France. Le groupe *Euroclear* est supervisé en Belgique où se trouve son siège.

<sup>115</sup> *Euroclear France* estime la part des cessions de titre opérées sur le marché à environ 30 % de l'ensemble des transactions, dont environ la moitié réalisée sur *Euronext Paris*. 70 % des transactions se déroulent donc hors marché, soit sous forme d'accords de gré à gré entre intermédiaires (*over the counter*), soit au sein des mêmes des livres des intermédiaires (internalisation).

<sup>116</sup> Des bases de données des transactions financières existent mais ne peuvent être utilisées à des fins de contrôle fiscal. Ainsi, la base de données française des instruments financiers (BDFI) est un référentiel national géré par la Banque de France qui vise à recenser et identifier de manière standardisée les instruments financiers utilisés par les acteurs de marché. Dans le cadre du règlement UE n°648/2012 dit *European Market Infrastructure Regulation* (EMIR), elle joue le rôle d'infrastructure de référence en France pour l'identification des instruments dérivés. Elle est utilisée à des fins statistiques, prudentielles et de contrôle pour couvrir les besoins de supervision de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et de l'Autorité des marchés financiers (AMF) ainsi que les exigences statistiques de la Banque de France. Parallèlement, l'AMF est quotidiennement rendue destinataire de flux dits *Direct Transaction Reporting* (DTR) en provenance des prestataires de services d'investissement afin de permettre la surveillance des marchés et la détection d'éventuels abus (manipulations, délits d'initiés, etc.).

## B - Des mécanismes de déclaration différenciés, un rôle majeur du dépositaire central de titres

Aux termes du VI de l'article 235 *ter* ZD du code général des impôts, le redevable de la taxe sur les transactions financières est le dernier intermédiaire le plus proche du client final<sup>117</sup>.

Les modalités pratiques de déclaration de la taxe sont fixées par le VII de l'article 235 *ter* ZD du code général des impôts qui prévoit différents cas de figure suivant l'identité du teneur du compte d'émission et celle du livreur de titres. Le dépositaire central de titres agréé joue un rôle prépondérant dans la majeure partie d'entre eux.

**Tableau n° 7 : modalités pratiques de la déclaration  
de la taxe sur les transactions financières**

| Teneur du compte d'émission | Livreur de titre                                | Déclarant                                            | Modalités de déclaration                                                                                                                               |
|-----------------------------|-------------------------------------------------|------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <i>Euroclear France</i>     | <i>Euroclear France</i>                         | Dernier intermédiaire le plus proche du client final | Déclaration informatique directe à <i>Euroclear France</i>                                                                                             |
| <i>Euroclear France</i>     | Adhérent d' <i>Euroclear France</i>             | Livreur de titre                                     | Déclaration informatique directe à <i>Euroclear France</i>                                                                                             |
| <i>Euroclear France</i>     | Client d'un adhérent d' <i>Euroclear France</i> | Livreur de titre                                     | Déclaration informatique du livreur à l'adhérent, puis retransmission à <i>Euroclear France</i>                                                        |
| <i>Euroclear France</i>     | Autre                                           | Dernier intermédiaire le plus proche du client final | Déclaration papier ou déclaration informatique, directe ou indirecte, par l'intermédiaire d'un adhérent, puis retransmission à <i>Euroclear France</i> |
| Autre                       |                                                 | Dernier intermédiaire le plus proche du client final | Déclaration papier                                                                                                                                     |

Source : Cour des comptes à partir de code général des impôts

Ainsi, dans la plupart de cas, les prestataires de services d'investissement s'appuient sur *Euroclear France* et sur son système d'information à travers lequel ils déclarent, en tant que « participants », le montant des transactions réalisées par leur client, son identité, les éventuelles exonérations applicables et le montant de taxe acquitté.

<sup>117</sup> « La taxe est liquidée et due par l'opérateur fournissant des services d'investissement, au sens de l'article L. 321-1 du code monétaire et financier, ayant exécuté l'ordre d'achat du titre ou ayant négocié pour son compte propre, quel que soit son lieu d'établissement. Lorsque plusieurs opérateurs (...) interviennent pour l'exécution de l'ordre d'achat d'un titre, la taxe est liquidée et due par celui qui reçoit directement de l'acquéreur final l'ordre d'achat. ». Cf. VI de l'article 235 *ter* ZD du code général des impôts et ci-dessus »

Le transfert de propriété, fait générateur de la taxe ».

Lorsqu'ils ne s'appuient pas sur le système d'information d'*Euroclear France*, les prestataires de services d'investissement ou les livreurs de titres non participants à *Euroclear France* peuvent déclarer la taxe pour certaines transactions spécifiques<sup>118</sup> à l'aide du formulaire CERFA 3374-SD (dématérialisé ou non). Le mécanisme de déclaration autonome, alternative à la collecte centralisée par le dépositaire central de titres, représente toutefois un montant marginal, de l'ordre de 3 % des recettes totales de la taxe<sup>119</sup>.

**Tableau n° 8 : recettes de la taxe sur les transactions financières, par type de collecte (M€)**

| M€                 | 2021           | 2022           | 2023           | 2024           | 2025           |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Collecte Euroclear | 1 655,1        | 1 823,2        | 1 560,2        | 1 805,8        | 2 459,8        |
| Collecte CERFA     | 49,9           | 66,1           | 45,2           | 53,7           | 66,4           |
| <b>Total</b>       | <b>1 705,0</b> | <b>1 889,3</b> | <b>1 605,4</b> | <b>1 859,5</b> | <b>2 526,2</b> |

Source : direction des grandes entreprises

## C - Le protocole du 7 septembre 2012

Le 7 septembre 2012, l'État, représenté par la DGFIP et la direction générale du Trésor, a signé une convention avec *Euroclear France* afin d'organiser les modalités de collecte des recettes de la taxe.

Dans les conditions décrites à l'article 235 *ter* ZD du code général des impôts et des articles 58Q et 58R de son annexe III, le protocole fixe les modalités selon lesquelles *Euroclear France* (1) recueille et transmet les informations relatives aux transactions assujetties ; (2) déclare la taxe à la DGFIP ; (3) centralise et reverse la collecte.

En application du code général des impôts et du protocole signé avec l'État, le calendrier de déclaration de la taxe se déroule comme suit : les transactions s'étant déroulées au cours du mois doivent être déclarées avant la fin de ce mois, le cas échéant en bloc. Le 4<sup>ème</sup> jour du mois suivant, les sommes dues sont collectées. Le lendemain, soit le 5<sup>ème</sup> jour du mois suivant la transaction, le montant agrégé des taxes collectées est viré sur le compte d'*Euroclear France* auprès de l'Agence France Trésor. Pendant 20 jours, ces sommes produisent des intérêts au taux de 0,35 %, fixé par une décision ministérielle du 30 octobre 2012 qui n'a jamais été révisée alors qu'une réévaluation périodique était prévue<sup>120</sup>. *Euroclear France* ne perçoit pas d'autre rémunération de l'État. Le 24<sup>ème</sup> jour du mois, les sommes sont retirées du compte d'*Euroclear France* et affectées à l'État.

En cas de déclaration tardive, *Euroclear France* facture au déclarant des frais pour déclaration tardive à hauteur de 35 points de base, avec un minimum de frais de 90 €. Ces frais ont pour but d'inciter les déclarants à se conformer à leurs obligations en temps et en heure mais également de dédommager *Euroclear France* d'un éventuel manque à gagner au titre du

<sup>118</sup> Transactions de gré à gré, transactions réglementées ou livrées à l'étranger.

<sup>119</sup> Dans ce cas de figure, le paiement de la taxe s'effectue par virement sur le compte à la Banque de France de la direction des grandes entreprises. Cf. DGFIP, *Gestion et contrôle de la taxe sur les transactions financières*, rapport d'audit n°2016-939-004, mars 2017.

<sup>120</sup> La décision ministérielle du 30 octobre 2012 indique que « Le taux fixe de référence sera périodiquement revu conformément aux termes du protocole du 7 septembre 2012 ».

moindre placement de trésorerie. *Euroclear France* est par ailleurs susceptible de facturer des frais pour intervention manuelle, lorsque le participant en cause ne suit pas la procédure standard de déclaration. En revanche, *Euroclear France* ne facture pas de frais spécifiques au titre des obligations de déclaration de la taxe.

### Plusieurs acteurs impliqués au sein de l'administration fiscale

À l'instar des principaux impôts des professionnels (taxe sur la valeur ajoutée, impôt sur les sociétés, etc.), la taxe sur les transactions financières est suivie par plusieurs structures de l'administration fiscale.

Au quotidien, le principal interlocuteur d'*Euroclear France* est la direction des grandes entreprises (DGE) de la DGFIP<sup>121</sup>. Chaque mois, *Euroclear France* adresse à la DGE des journaux de suivi ainsi que des rapports de cohérence (variations atypiques, établissements actifs sans déclaration, non-déclarants ponctuels, etc.), destinés à permettre à l'administration de contrôler la bonne application de la réglementation<sup>122</sup>. La DGE encaisse les sommes collectées et impute les flux comptables correspondants<sup>123</sup>.

La sous-direction « Professionnels et action en recouvrement » du service de la gestion fiscale de la DGFIP pilote la collecte de la taxe sur les transactions financières, en tant que bureau métier de la fiscalité des professionnels. Son bureau « Animation de la fiscalité des professionnels » supervise le recouvrement réalisé par la DGE. La sous-direction participe aux échanges avec la direction générale du Trésor et le service du pilotage budgétaire et des moyens de la DGFIP.

Le contrôle du respect des obligations fiscales opposables aux prestataires de services d'investissement relève, pour sa part, de la direction des vérifications nationales et internationales (DVNI)<sup>124</sup>. Par ailleurs, le dispositif juridique de la taxe sur les transactions financières, y compris ses exonérations, est conçu et suivi par la direction de la législation fiscale (DLF). Enfin, les prévisions de recettes de la taxe sont réalisées par le département des études et statistiques fiscales (DESF).

## D - Un processus largement informatisé

La collecte de la taxe sur les transactions financières repose sur un applicatif informatique spécifique, alimenté soit par les données téléchargées par les participants dans le logiciel *front-end* fourni par *Euroclear France*, soit par des transmissions informatiques, sous forme de fichiers structurés obéissant à un format propriétaire conforme au descriptif de service d'*Euroclear France*. Selon *Euroclear France*, l'intégration de fichiers structurés s'accompagne de contrôles de format et de complétude, et peut occasionner des rejets.

<sup>121</sup> Plus précisément, la collecte de la taxe sur les transactions financières et le suivi des relations avec *Euroclear France* sont centralisées au niveau de la 2<sup>ème</sup> division « gestion fiscale » de la direction des grandes entreprises.

<sup>122</sup> *Euroclear France* remet en outre chaque année, avant le 31 mars, un rapport portant sur l'année précédente.

<sup>123</sup> La DGE est également chargée de centraliser et comptabiliser les déclarations reçues au format papier.

<sup>124</sup> Cf. Cour des comptes, *La direction des vérifications nationales et internationales (DVNI)*, observations définitives n° S2025-1695, décembre 2025.

Les salariés d'*Euroclear France* intervenant sur le système d'information utilisé pour la collecte de la taxe, au nombre de cinq à six, disposent de droits informatiques spécifiques, régulièrement audités par la mission de contrôle interne d'*Euroclear France*, l'équipe de maîtrise des risques et l'audit interne. En décembre 2024, le rapport ISAE 3402 établi chaque année par un cabinet d'audit externe n'a formulé aucune observation concernant le paiement aux autorités françaises de la taxe sur les transactions financières. Au total, *Euroclear France* estime que la collecte de la taxe sur les transactions financières mobilise en son sein un emploi à temps plein.

## II - Un processus perçu comme maîtrisé

Un large consensus se dégage parmi les parties prenantes rencontrées, tant au sein de l'administration qu'en dehors, pour considérer le processus de collecte de la taxe sur les transactions financières comme globalement maîtrisé (A et B). Cette perception est corroborée par les contrôles menés par la DGFIP, qui n'ont pas débouché sur des rappels de droits significatifs (C). Au plan budgétaire, la collecte de la taxe sur les transactions financières se révèle particulièrement peu coûteuse pour l'État (D).

### A - Des administrations généralement satisfaites de la situation

Vu de la sous-direction « Professionnels et action en recouvrement » de la DGFIP, le circuit de collecte de la taxe sur les transactions financières s'apparente à celui de la taxe sur la valeur ajoutée (TVA) ou des autres impôts professionnels acquittés par les grands comptes. Très largement informatisé, il repose sur des déclarants professionnels, bien formés à la fiscalité et aux enjeux de conformité, qui sont en outre distincts des investisseurs et n'ont pas, dès lors, un intérêt direct à éviter l'impôt<sup>125</sup>.

Même s'il a augmenté depuis sa création, le taux de la taxe reste considéré comme faible en niveau (40 points de base), ce qui, selon la DGFIP, tendrait à décourager la fraude ou le contournement du dispositif. Les analyses de risques<sup>126</sup> menées par la direction des vérifications nationales et internationales (DVNI) dans le cadre de l'établissement annuel de sa programmation de vérifications l'ont conduit à classer comme faible le risque de perte de recettes entourant la collecte de la taxe sur les transactions financières.

<sup>125</sup> Cet argument doit être relativisé. En effet, si la taxe sur les transactions financières s'apparente à un impôt indirect et a donc vocation à être répercutée par le déclarant sur son client, cette répercussion n'est pas explicitement prévue par la loi à la différence d'autres impôts (taxe générale sur les activités polluantes par exemple). Elle relève donc de la relation commerciale entre le déclarant et son client et pourrait, en toute rigueur, être partielle. Cf. Ministre de l'Économie et des Finances / Ministre de l'Action et des comptes publics, *La taxe sur les transactions financières et sa gestion*, réponse au référé S2017-1860 de la Cour des comptes, 31 août 2017.

<sup>126</sup> La DVNI croise un nombre important d'informations : données nationales déclaratives, internationales, échanges automatiques avec d'autres administrations, ainsi que des données financières (Orbis et Bloomberg)

Sur le plan juridique, la DGFIP relève que la collecte de la taxe n'a pas donné lieu à un volume significatif de contentieux<sup>127</sup>. Peu de demandes de rescrits ont été déposées<sup>128</sup>. Au total, au vu des enjeux financiers, la collecte de la taxe sur les transactions financières est perçue par l'administration fiscale comme dépourvue de risque ou de sensibilité particulière.

Cette relative satisfaction est partagée par la direction générale du Trésor et la direction de législation fiscale (DLF), qui se félicitent du rendement dynamique de la taxe en contrepartie des coûts réduits supportés par l'administration pour sa collecte (cf. II-D). La DLF souligne n'avoir pas été saisie par le service du contrôle fiscal de demandes particulières visant à améliorer les conditions juridiques ou opérationnelles de recouvrement de la taxe sur les transactions financières.

## **B - Des professionnels rassurants quant aux risques pesant sur la collecte**

Du point de vue d'*Euroclear France*, la collecte de la taxe sur les transactions financières est un processus industriel parvenu à maturité qu'il convient de maintenir sur les plans informatique et technologique et de continuer de protéger sur le plan de la cybersécurité, au regard de l'évolution constante des menaces.

Les autres parties prenantes rencontrées dans l'optique de recueillir la position de la place de Paris, organisations professionnelles en tête, soutiennent également une position rassurante. Elles mettent en avant que le niveau d'informatisation des opérations en cause, ainsi que les risques juridiques et réputationnels qui seraient pris par les intermédiaires, rendent improbable l'existence de fausses déclarations, *a fortiori* si l'on considère que les prestataires de services d'investissement refacturent en général la taxe à leurs clients.

Elles soulignent que les principaux investisseurs en actions, notamment les fonds de pension, disposent de lignes directrices strictes encadrant leur stratégie d'investissement et intègrent le coût de la taxe dans leurs modèles d'affaires. Elles considèrent que les travaux académiques suggérant l'existence d'un écart fiscal important pour la taxe sur les transactions financières présentent des fragilités méthodologiques. Elles estiment que la baisse historique des coûts de transaction, liée à la concurrence intense entre prestataires<sup>129</sup>, a pour partie compensé, du point de vue des investisseurs, la hausse progressive du taux de la taxe.

---

<sup>127</sup> Entre 2014 et 2020, la direction des grandes entreprises a reçu 20 réclamations (pour un enjeu financier global de 119 977 034 €) dans lesquelles les sociétés, exclusivement des sociétés allemandes, sollicitent la restitution de la totalité de la taxe payée considérant que cette taxe est contraire au droit international, au droit de l'Union européenne et au droit français. Parallèlement, 13 demandes sont en cours d'instruction pour l'application rétrospective d'une exonération.

<sup>128</sup> D'après les professionnels rencontrés, les demandes de rescrits touchant à la taxe sur les transactions financières concerneraient notamment la sécurisation post-Brexit de schémas impliquant des entités non établies dans l'Union européenne ; la confirmation d'exonération pour des restructurations ou opérations intra-groupe étrangères, économiquement neutres mais non alignées sur les articles 210 A et 210 B du code général des impôts (CGI) ; des demandes d'organisations internationales bénéficiant d'immunités fiscales souhaitant ne pas acquitter la taxe. Cependant, les délais de traitement des rescrits, qui sont de plusieurs mois, débordent du calendrier de déclaration de la taxe sur les transactions financières. En pratique, les prestataires de services d'investissement et leurs clients auraient donc intérêt à acquitter la taxe par prudence, puis à demander éventuellement un remboursement *ex post*, plutôt que de faire un rescrit.

<sup>129</sup> Les taux de courtage s'élèvent à l'heure actuelle entre 9 et 25 points de base (selon la taille de l'ordre), contre 30-35 autrefois.

Du point de vue des prestataires de services d'investissement, l'obligation de déclarer les transferts de propriété de certains titres n'est pas une nouveauté ou une spécificité française. Des taxes analogues à la taxe sur les transactions financières existent en effet au Royaume-Uni, mais également en Espagne, en Italie, en Suisse ou encore à Hong Kong (cf. chapitre I). Les principaux acteurs du marché, qui interviennent pour beaucoup sur plusieurs places, disposent de procédures et systèmes d'information dédiés au respect de leurs obligations fiscales, qu'ils auditent régulièrement (identification, exonérations, calcul, paiement, documentation).

### **C - Des contrôles proportionnés au risque perçu, sans rappel de droits significatifs**

Le contrôle des obligations des prestataires de services d'investissement en matière de déclaration et de paiement de la taxe sur les transactions financières relève de la direction des vérifications nationales et internationales (DVNI)<sup>130</sup>. Il s'insère dans un ensemble plus large de vérifications conduites auprès du secteur financier<sup>131</sup>.

Au cours des années 2016-2018, la DVNI a conduit une série de vérifications relatives à la taxe sur les transactions financières dans cinq établissements bancaires (trois banques françaises et deux étrangères<sup>132</sup>). Ces vérifications, menées avec l'appui des brigades de vérification des comptabilités informatisées, ont duré entre 15 et 18 mois. Selon la DVNI, elles ont débouché sur un montant très réduit de rappels (entre 20 000 € et 30 000 € de droits), en comparaison du total des droits et pénalités rappelés par la direction en une année (3,5 Md€ en 2024). Ces rappels résultaient principalement d'erreurs de paramétrage ou de difficultés d'identification de l'entité agréée.

Par la suite, les vérifications touchant à la collecte de la taxe sur les transactions financières ont été rares, la DVNI s'étant mobilisée, par ailleurs, sur d'autres risques ou schémas de fraude. En 2022, une vérification a été à nouveau opérée auprès d'un établissement bancaire par ailleurs objet d'une autre procédure. Après l'échantillonnage d'un mois de transactions, elle n'a pas mis en évidence de pertes de recettes. La procédure a été clôturée sans rappel.

### **D - Une collecte peu coûteuse pour l'État**

Entre 2017 et 2025, *Euroclear France* a perçu 3,2 M€ de rémunération au titre de son rôle de collecteur de la taxe sur les transactions financières.

La rémunération perçue par le dépositaire central en contrepartie des fonds déposés sur le compte d'*Euroclear France* auprès de l'Agence France Trésor a représenté 2,64 M€, soit

---

<sup>130</sup> Cf. Cour des comptes, *La direction des vérifications nationales et internationales (DVNI)*, observations définitives n° S2025-1695, décembre 2025.

<sup>131</sup> Les déclarations des principaux groupes bancaires font l'objet d'une vérification au titre de chaque exercice, selon un rythme triennal.

<sup>132</sup> Selon le rapport 2025 sur l'application des mesures fiscales du rapporteur général de la commission des finances, de l'économie générale et du contrôle budgétaire de l'Assemblée nationale, ces établissements seraient au nombre de six : Natixis, ODDO et Cie, EXANE, BNP Financial, Morgan Stanley et HSBC. Cf. Assemblée nationale, *Rapport d'information sur l'application des mesures fiscales*, présenté par M. Charles de Courson, au nom de la commission des finances, n° 1888 (XVIIe législature), septembre 2025

82 % du montant de cette enveloppe<sup>133</sup>. Parallèlement, *Euroclear France* a perçu 0,36 M€ de frais pour déclarations tardives et 0,22 M€ de frais sur opérations manuelles.

Durant la même période (2017-2025), la taxe sur les transactions financières a produit 15,8 Md€ de recettes. La taxe affiche ainsi un taux d'intervention particulièrement faible, de l'ordre de deux pour dix-mille (soit 0,02 %), hors coût des emplois mobilisés pour son suivi au sein de la DGFIP ou de la direction générale du Trésor. À titre de comparaison, le taux d'intervention des impôts divers était estimé par la DGFIP entre 0,10 % et 0,28 % entre 2021 et 2023<sup>134</sup>. La prestation assurée par le dépositaire central dans le processus de collecte de la taxe sur les transactions financières est ainsi particulièrement peu coûteuse.

**Tableau n° 9 : rémunération reçue par *Euroclear France* au titre de la collecte de la TTF (k€)**

| K€                               | 2017         | 2018         | 2019         | 2020         | 2021         | 2022         | 2023         | 2024         | 2025         |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Intérêts perçus de l'État        | 255,3        | 283,8        | 254,8        | 302,3        | 296,5        | 321,6        | 276,4        | 324,6        | 437,9        |
| Frais sur opérations manuelles   | 14,4         | 11,7         | 11,2         | 9,2          | 9,7          | 21,2         | 17,1         | 62,7         | 39,8         |
| Frais pour déclarations tardives | 35,0         | 36,3         | 38,8         | 42,9         | 38,7         | 40,6         | 37,2         | 47,5         | 47,0         |
| <b>Total</b>                     | <b>304,7</b> | <b>331,8</b> | <b>304,8</b> | <b>354,4</b> | <b>344,9</b> | <b>383,4</b> | <b>330,7</b> | <b>434,8</b> | <b>524,7</b> |

Source : Cour des comptes d'après des données *Euroclear France*

La modicité des coûts de recouvrement de la taxe s'explique, à titre principal, par le faible nombre d'acteurs impliqués dans le processus, tant au niveau des investisseurs, dont les déclarations et les paiements sont centralisés par les prestataires de services d'investissement et par *Euroclear France*, qu'au niveau de l'administration, la direction des grandes entreprises encaissant l'intégralité des recettes<sup>135</sup>.

Subsidiairement, elle tiendrait également au fait que les coûts exposés par la société *Euroclear France*, dont cette dernière rend compte chaque année dans le rapport annuel qu'elle remet à l'État, ne seraient pas intégralement couverts par la rémunération reçue à ce titre.

**Tableau n° 10 : coûts exposés par *Euroclear France* pour la gestion de la taxe sur les transactions financières**

| K€           | 2017         | 2018       | 2019         | 2020         | 2021         | 2022         | 2023         | 2024         | 2025         | Total          |
|--------------|--------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|
| Maintenance  | 303,6        | 332,0      | 325,9        | 340,3        | 265,4        | 232,4        | 448,8        | 474,9        | 474,1        | 3 197,4        |
| Informatique |              |            |              |              |              | 363,0        |              |              |              | 363,0          |
| <b>Total</b> | <b>303,6</b> | <b>332</b> | <b>325,9</b> | <b>340,3</b> | <b>265,4</b> | <b>595,4</b> | <b>448,8</b> | <b>474,9</b> | <b>474,1</b> | <b>3 560,6</b> |

Source : Cour des comptes d'après des données *Euroclear France*

<sup>133</sup> Depuis la création de la taxe sur les transactions financières, le dépositaire central a opéré trois retraits sur son compte auprès de l'Agence France Trésor : le 28 juin 2021 pour un montant 1 814 163,27 €; le 3 novembre 2023 pour un montant de 692 345,48 € et le 10 décembre 2024 pour un montant de 372 423,74 €. Au total, les retraits opérés représentaient 2 878 932,49 € depuis 2012.

<sup>134</sup> Pour la même période, ce taux a varié de 0,51 % à 0,57 % pour l'impôt sur les sociétés et de 0,37 % à 0,38 % pour la taxe sur la valeur ajoutée. Cf. Cour des comptes, *Les taxes à faible rendement, une rationalisation à poursuivre*, rapport public thématique, avril 2025.

<sup>135</sup> La DGE a indiqué que le suivi de la taxe (contentieux, gestion, fiscale, poste comptable réuni) mobilisait 0,15 agent, sans évolution depuis 2017.

Selon *Euroclear France*, les coûts de gestion de la taxe sur les transactions financières se seraient ainsi élevés à 3,56 M€ entre 2017 et 2025, dont 0,36 M€ au titre de développements informatiques.

Les coûts présentés au tableau n° 10 sont ceux fournis par *Euroclear France* dans ses rapports annuels à l'État. Ils n'ont pas fait l'objet d'un audit dans le cadre de la présente enquête. En application de l'alinéa 6.8 du protocole du 7 septembre 2012<sup>136</sup>, un tel audit a toutefois été mené par la DGFIP en 2021. Il concluait que la rémunération perçue par *Euroclear France* au titre de la collecte de la taxe sur les transactions financières n'excédait pas les coûts effectivement engagés à cette fin.

\*\*

Dans son référé du 19 juin 2017<sup>137</sup>, la Cour avait recommandé de « rendre conformes à la loi organique n° 2001-692 du 1<sup>er</sup> août 2001 relative aux lois de finances (LOLF) les modalités de compensation par l'État du coût de collecte et de gestion de la taxe par *Euroclear France* ». La Cour avait jugé qu'au regard des principes généraux du droit budgétaire, une imputation directe du coût de collecte, relevant d'une logique de service public, serait plus lisible que le mécanisme de rémunération actuel fondé sur la rémunération des dépôts. Dans leur réponse conjointe du 31 août 2017, le ministre de l'économie et des finances et le ministre de l'action et des comptes publics avaient indiqué souhaiter engager une réflexion sur ce sujet et « examiner les possibilités de rattacher la mission d'*Euroclear France* au programme 156 ».

Les investigations menées dans le cadre de la présente enquête ont toutefois montré que l'administration n'a pas mené à bien les travaux nécessaires à la régularisation de la situation. Les frais exposés par le dépositaire central au titre de la collecte de la taxe sur les transactions financières continuent d'être compensés, à titre principal, par la rémunération des fonds déposés par ce dernier auprès de l'Agence France Trésor.

### III - Des risques résiduels à ne pas négliger

En dépit de la position rassurante soutenue tant par les administrations que par les professionnels, l'analyse détaillée du circuit de collecte de la taxe sur les transactions financières met en évidence des risques résiduels qui ne peuvent être négligés. Ceux-ci trouvent leur origine dans la nature extraterritoriale de la taxe (A), dans le caractère déclaratif de son processus de collecte (B), ainsi que dans son suivi statistique lacunaire par l'administration fiscale (C). En dépit de ces risques, il n'est pas souhaitable, notamment pour des raisons de coût, de transférer la responsabilité de la collecte de la taxe sur les transactions financières à la DGFIP (D).

---

<sup>136</sup> « En cas de besoin, l'administration se réserve la possibilité d'auditer les comptes relatifs à la TTF dans le cadre du contrôle de gestion de cette taxe. »

<sup>137</sup> Cf. Cour des comptes, *La taxe sur les transactions financières et sa gestion*, référé S 2017-1860, 19 juin 2017.

## A - Une taxe largement extraterritoriale, au défi de marchés financiers de plus en plus innovants et décentralisés

Bien qu'elle revête en apparence une forme simple<sup>138</sup>, la taxe sur les transactions financières n'en voit pas moins son rendement affecté par les transformations profondes que connaît le secteur financier. Ces évolutions concernent tant la diversification continue des instruments commercialisés sur les marchés financiers que l'organisation de ces derniers.

### 1 - Des innovations financières porteuses de risque pour la collecte

Depuis la création de la taxe sur les transactions financières, les marchés ont continué d'évoluer : tandis que les flux macrofinanciers se recomposent, avec une forte montée en puissance des flux d'épargne américains désireux de s'investir en fonds propres (*equity*) en Europe, de nouveaux produits financiers et de nouvelles pratiques ont émergé. Certains emportent des risques pour la collecte de la taxe sur les transactions financières.

En premier lieu, le financement sur les marchés n'est pas la seule façon de se financer en fonds propres. Dans le prolongement de la crise financière de 2008, les marchés privés de capital-investissement se sont fortement développés<sup>139</sup>. Les fonds d'investissement disposent de davantage de ressources qu'autrefois, aux États-Unis comme en Europe. Corrélativement, plusieurs grands groupes français sont sortis de la cote pour privilégier d'autres modes de financement en fonds propres<sup>140</sup>.

En second lieu, divers produits financiers permettent de s'exposer à la performance d'un titre sans le détenir (cf. chapitre II). Ainsi, les investisseurs peuvent, par exemple, acquérir des titres émis par un *exchange traded fund* (ETF) étranger<sup>141</sup>. Alternativement, ils peuvent recourir à des contrats dérivés tels les *total return swaps* (TRS)<sup>142</sup> ou les *contracts for difference* (CFD)<sup>143</sup>. Le recours à ces alternatives à la détention directe est d'autant plus rentable pour l'investisseur que le taux de la taxe est élevé<sup>144</sup>.

---

<sup>138</sup> C'est en effet en dernière analyse une imposition sur les acquisitions à titre onéreux de titres de capital les plus élémentaires, à savoir les actions de sociétés.

<sup>139</sup> Cf. Cour des comptes, *L'État et le financement de l'économie*, rapport public thématique, juillet 2012.

<sup>140</sup> Club Méditerranée, Iliad, Latécoère.

<sup>141</sup> Le recours aux ETF a pour effet de réduire le nombre de transactions, et donc le rendement de la taxe, dans la mesure où l'établissement qui s'interpose (dans le cas d'un ETF indiciel par exemple, la société de gestion émettrice détient en contrepartie les titres sous-jacents, tout du moins pour les ETF à réplique physique) n'est tenu que d'ajuster le solde des transactions, et non de répliquer les mouvements opération par opération.

<sup>142</sup> Un *total return swap* (TRS) est un contrat dérivé entre deux parties : l'une paie un taux fixe ou variable tandis que l'autre paie le rendement total d'un actif sous-jacent (actions, indice, obligations, prêts...). Ce rendement total inclut les gains en capital, les dividendes ou intérêts, et les pertes éventuelles. Ce contrat permet à la partie receveuse d'obtenir l'exposition économique à l'actif sans le posséder réellement.

<sup>143</sup> Un *contract for difference* (CFD) est un contrat dérivé entre un investisseur et un courtier : les deux parties échangent la différence de prix d'un actif sous-jacent (actions, indices, devises, etc.) entre l'ouverture et la fermeture de la position. Si le prix monte, le courtier paie l'investisseur ; s'il baisse, l'investisseur paie le courtier. Ce contrat permet à l'investisseur de bénéficier de la hausse d'un actif, sans le posséder.

<sup>144</sup> Du point de vue de l'investisseur, l'arbitrage économique entre la détention directe et ses alternatives doit également prendre en compte les contraintes légales, réglementaires ou conventionnelles (lignes directrices d'investissement) ainsi que le coût total de la transaction, c'est-à-dire en incluant les frais de courtage.

Par ailleurs, le code civil allemand offre la possibilité d'acquérir et de détenir des actions ou d'autres titres en indivision (*Miteigentum nach Bruchteilen*). Une telle possibilité n'est actuellement pas ouverte en France mais la loi n° 2024-537 du 13 juin 2024<sup>145</sup> a habilité le Gouvernement à prendre, dans les conditions prévues à l'article 38 de la Constitution, « toute mesure relevant du domaine de la loi permettant de créer un régime de fractionnement des instruments financiers ». Dans l'hypothèse où la possibilité de fractionnement des produits financiers serait prochainement ouverte en France, il importera de veiller à ce que la solution retenue ne vienne pas porter atteinte au processus de collecte de la taxe<sup>146</sup>.

## 2 - Le défi de l'internalisation et de la décentralisation

L'organisation déconcentrée des marchés financiers et la présence de nombreux intermédiaires tout au long de leurs chaînes de valeur ont pour conséquence qu'il n'existe pas de registre complet des transactions mobilisable pour des motifs de contrôle fiscal<sup>147</sup>. En particulier, toutes les transactions financières assujetties au paiement de la taxe ne transitent pas par les systèmes d'*Euroclear France*. Dans de nombreux cas, les comptes des dépositaires de titres dans les livres du dépositaire central reflètent uniquement des positions nettes et consolidées. *Euroclear France* n'est pas en mesure de vérifier que ces positions correspondent aux transactions réalisées par les participants entre eux, ou en leur sein.

Conscient de cette difficulté, et des risques afférents pour la collecte de la taxe sur les transactions financières, le pouvoir réglementaire a prévu la possibilité pour le dépositaire central de réaliser des recoupements entre les opérations qui lui sont déclarées et celles connues des plates-formes de négociation et des chambres de compensation, quel que soit leur lieu d'établissement, avec lesquelles il aurait préalablement conclu une convention à cette fin<sup>148</sup>.

Cependant à ce jour, cette possibilité n'a pas été exploitée. Aucune convention n'a été signée par *Euroclear France* avec un tiers en vue de fiabiliser le suivi des opérations internalisées. La situation n'a donc pas évolué en dépit des observations formulées par la Cour sur ce point à l'occasion de son référé du 19 juin 2017<sup>149</sup>.

Interrogé sur cette situation, le dépositaire central de titres évoque les obstacles multiples qui, selon lui, s'opposent à la signature de telles conventions de fiabilisation des déclarations avec des plateformes tierces : (1) aucune réglementation n'impose aux plateformes concernées de signer une convention ; (2) une transaction déclarée peut impliquer plusieurs marchés et donc plusieurs plateformes ; (3) le redevable n'est pas forcément celui qui a effectué la transaction sur le marché ; (4) les transactions de gré à gré et celles internalisées, soit une majorité des flux, seraient en tout état de cause exclues<sup>150</sup>. Le dépositaire central souligne en outre que des outils spécifiques devraient être développés pour réaliser les rapprochements attendus, ce qui renchérirait d'autant le coût de la collecte.

---

<sup>145</sup> Cf. article 13 de la loi n° 2024-537 du 13 juin 2024 visant à accroître le financement des entreprises et l'attractivité de la France.

<sup>146</sup> Plusieurs solutions sont envisageables : régime d'indivision, recours à des certificats émis par des tiers, etc.

<sup>147</sup> Des bases de données existent mais ne peuvent être utilisées à des fins de contrôle fiscal. Cf. note n° 116.

<sup>148</sup> Cf. IV-3 de l'article 58 R de l'annexe III du code général des impôts.

<sup>149</sup> Cf. Cour des comptes, *La taxe sur les transactions financières et sa gestion*, référé S 2017-1860, 19 juin 2017.

<sup>150</sup> Selon *Euroclear France*, les transactions concernées représenteraient environ 30 % des volumes échangés.

Pour une taxe assise sur le flux des transactions, telle que la taxe sur les transactions financières, cette situation de très forte déconcentration des acteurs, sans centralisation des enregistrements, emporte des risques intrinsèques pour les opérations de collecte.

La situation est en outre susceptible de se complexifier prochainement compte tenu des évolutions attendues dans le post-marché. En effet, dans un contexte de concurrence marquée entre intermédiaires financiers, *Euronext Paris* a annoncé, dans le cadre de son projet stratégique *Innovate for Growth 2027*<sup>151</sup>, que sa filiale *Euronext Securities* située à Milan<sup>152</sup>, agréée en tant que dépositaire central en Italie, pourra accueillir des émissions d'actions listées sur les places d'Amsterdam, Bruxelles et Paris à compter de septembre 2026<sup>153</sup>.

En d'autres termes, *Euronext Paris* s'apprête à proposer aux entreprises cotées à Paris, Amsterdam ou Bruxelles de choisir *Euronext Securities* comme dépositaire central teneur du compte d'émission de leurs titres de capital. Pour les entreprises qui accepteraient cette offre, la collecte de la taxe sur les transactions financières devrait alors reposer uniquement sur une procédure déclarative directe auprès de la DGFIP. En effet, *Euronext Securities* n'est pas un dépositaire central de titres teneur du compte d'émission agréé en France<sup>154</sup>. Il pourrait en résulter une hausse significative des déclarations autonomes (formulaire CERFA 3374-SD) et, par suite, une dégradation de l'efficacité de la collecte.

Pour éviter cette situation, plusieurs options sont envisageables.

Une première option serait que les dépositaires centraux de titres situés à l'étranger et qui ne sont pas agréés par l'Autorité des marchés financiers (AMF) française soient autorisés à collecter la taxe sur les transactions financières dès lors qu'ils possèdent un « passeport européen » au sens de l'article 23 du règlement (UE) n°909/2014 du Parlement européen et du Conseil. Cette solution exigerait de modifier le droit applicable et d'imposer à ces dépositaires centraux des obligations fiscales similaires à celles actuellement supportées par *Euroclear France*. En contrepartie, ils devraient bénéficier des mêmes conditions de rémunération. La DGFIP aurait, dès lors, plusieurs interlocuteurs.

Une deuxième option serait de modifier le droit applicable afin de confier au dépositaire central de titres agréé par l'Autorité des marchés financiers (AMF), c'est-à-dire *Euroclear France*, la responsabilité de collecter la taxe lorsque le dépositaire central de titres teneur du compte d'émission est situé à l'étranger et possède un « passeport européen ». Dans cette hypothèse, les systèmes d'*Euroclear France* devraient être configurés de sorte à traiter les déclarations émanant d'autres dépositaires centraux de titres émetteurs. La DGFIP conserverait alors un interlocuteur unique.

---

<sup>151</sup> Euronext, "Euronext announces its new strategic plan « Innovate for Growth 2027 »", communiqué de presse, novembre 2024.

<sup>152</sup> Cette filiale est susceptible d'intervenir dans le règlement livraison des transactions en France grâce au passeport européen prévu par le règlement UE n°909/2014 dit *Central Securities Depositories Regulation* (CSDR).

<sup>153</sup> Euronext, « Euronext consolidates settlement on its market to improve European capital markets' competitiveness », communiqué de presse, mars 2025.

<sup>154</sup> En l'état du droit, la formulation de l'article 235 *ter* ZD ne vise que les dépositaires centraux agréés (« dépositaire central teneur du compte d'émission du titre de capital (...) soumis au 3° du II de l'article L. 621-9 du code monétaire et financier ») et non les dépositaires centraux de titres étrangers susceptibles d'agir. Cf. la dernière ligne du tableau n°7 ci-dessus.

Une troisième option serait, sans modifier le droit applicable, de prendre les mesures organisationnelles et informatiques permettant à la DGFIP d'accueillir et de traiter le flux des déclarations autonomes correspondant aux transactions sur titres d'entreprises cotées dont le dépositaire central teneur de compte serait situé à l'étranger.

Dans ce contexte, il importe que l'administration anticipe dès à présent d'éventuelles modifications du droit applicable et prépare au plus vite les modalités de rémunération d'éventuels nouveaux entrants ainsi que les processus d'exploitation de leurs journaux de suivi.

Sans se prononcer en faveur de l'une ou l'autre des options possibles, la Cour recommande que soient définies rapidement les modalités de collecte de la taxe sur les transactions financières dans l'hypothèse où le dépositaire central de titres teneur du compte d'émission est situé à l'étranger.

### 3 - Un risque intrinsèque de non-déclaration

Assise sur la valeur du titre échangé lors d'une transaction, quelle que soit la localisation ou la nationalité de l'acquéreur, la taxe sur les transactions financières présente, par nature, un caractère extraterritorial, qui la distingue d'autres impôts.

Ce caractère extraterritorial n'est pas sans incidence sur la capacité de l'administration à en maîtriser la collecte, notamment dans un environnement financier innovant et décentralisé. En effet, pour les déclarants ou les investisseurs situés à l'étranger, ni *Euroclear France*, ni l'administration fiscale ne disposent des moyens de s'assurer que l'ensemble des déclarations imposées par la réglementation sont effectivement opérées<sup>155</sup>.

En pratique, la concentration des déclarations disponibles sur un nombre limité de pays (Allemagne, Grande-Bretagne, États-Unis), excluant par exemple de grandes places financières asiatiques, suggère que certains acteurs financiers pourraient n'être pas informés des obligations que la réglementation française leur impose. Alternativement, elle pourrait traduire le fait que les acteurs asiatiques recourent fréquemment à des établissements européens (entités tierces ou filiales) pour la conservation des titres et, par conséquent, pour la remontée des déclarations de la taxe sur les transactions financières.

En tout état de cause, le risque de non-déclaration est d'autant plus élevé que les sanctions en cas de défaut de déclaration sont peu dissuasives. En effet, en cas de déclaration tardive, l'administration n'engage pas la procédure de sanction prévue par l'article 1727 du code général des impôts (CGI), qui devrait pourtant trouver à s'appliquer<sup>156</sup>.

En outre, le montant des frais pour déclarations tardives facturés par *Euroclear France*, soit 35 points de base, est déconnecté de l'environnement de taux actuel laissant planer le risque que des investisseurs ou des déclarants choisissent de ne pas déclarer immédiatement leurs

---

<sup>155</sup> Le protocole du 7 septembre 2012 précise : « *Euroclear France* ne saurait être tenu responsable de toute information fournie de manière incorrecte ou incomplète par les adhérents ou redevables dans la déclaration TTF. En cas d'omissions ou inexactitudes (...), l'amende visée au VII-1 de l'article 1736 du CGI n'est pas applicable » et « *Euroclear* ne saurait être tenue pour responsable en cas d'inexactitude des informations fournies par les adhérents ».

<sup>156</sup> Cf. DGFIP, *Gestion et contrôle de la taxe sur les transactions financières*, rapport d'audit n°2016-939-004, mars 2017.

transactions et/ou retardent le paiement de la taxe afin de placer leurs disponibilités sur le marché<sup>157</sup> dans l'intervalle.

## **B - Un processus en grande partie déclaratif**

### **1 - Une connaissance imparfaite des investisseurs**

L'administration fiscale n'est pas en mesure, faute de fichier central d'identification des acteurs financiers, de vérifier ou de confirmer l'identité des investisseurs étrangers. L'assistance administrative internationale, qui pourrait être utilisée pour obtenir les données pertinentes, repose en effet sur des conventions fiscales conçues pour éviter une double imposition en matière d'impôts sur les revenus. Elle ne peut donc être mobilisée pour obtenir des renseignements afférents à une taxe non visée par ces conventions, comme la taxe sur les transactions financières. En outre, même dans l'hypothèse où l'identité des investisseurs serait confirmée, l'administration fiscale ne peut mener de vérifications sur place que pour ceux qui disposent d'un établissement stable en France. À défaut, les contrôles doivent être réalisés sur pièces, ce qui en limite la portée.

Concernant les contrôles au sein d'*Euroclear France*, la direction des vérifications nationales et internationales (DVNI) a indiqué considérer ne pas disposer d'une base juridique pour vérifier la comptabilité de la société au titre de ses fonctions de collecte, de contrôle et de liquidation de la taxe. Selon cette interprétation, l'administration fiscale serait en mesure de ne vérifier que les seuls impôts dont *Euroclear France* est elle-même redevable. Cependant, le protocole du 7 septembre 2012 prévoit qu'*Euroclear France* « *tient à la disposition de la DGFIP, sur simple demande et dans un délai de trois jours ouvrables à compter de ladite demande, l'ensemble des données collectées et des documents élaborés dans l'exercice de ses missions* ».

La contradiction apparente entre la position exprimée par la direction des vérifications nationales et internationales (DVNI) et le contenu du protocole du 7 septembre 2012 doit être clarifiée sans délai, de sorte que l'administration fiscale ait accès à l'ensemble des informations nécessaires à l'exercice de ses missions de contrôle.

### **2 - Une faible capacité de contrôle des exonérations**

En dépit de leur effet considérable sur l'assiette de la taxe et sur le niveau de son produit, les exonérations à la taxe sur les transactions financières ne sont quasiment pas contrôlées. En pratique, il appartient à chaque déclarant de préciser dans sa déclaration, dématérialisée ou non, le motif pour lequel il sollicite une exonération du paiement de la taxe. Aucune pièce justificative n'est exigée ou adressée à l'administration fiscale. La DGE ou la DVNI n'opèrent

---

<sup>157</sup> À titre de comparaison, l'Euribor 3 mois, qui évoluait en territoire négatif jusqu'en 2021 (autour de -0,50 %), a fortement augmenté à partir de 2022 dans le sillage du resserrement monétaire de la Banque centrale européenne. Il a culminé autour de 4 % à l'automne 2023, avant de refluer progressivement en 2024-2025 pour revenir vers 2 % début 2026.

aucun contrôle, *a priori* ou *a posteriori*, de la matérialité ou du bien-fondé des exonérations consenties lorsque le déclarant en sollicite l'application.

Au surplus, certaines exonérations, telle celle accordée aux activités de tenue de marché, présentent un caractère si technique que leur contrôlabilité elle-même est réduite (cf. encadré I-II-A-5).

### 3 - Des écarts de liquidation inexpliqués

Dans le cadre de la présente enquête, une analyse des journaux de suivi de la taxe sur les transactions financières a été réalisée afin de vérifier si la liquidation de la taxe, opérée par les déclarants ou les investisseurs eux-mêmes, faisait l'objet d'écarts inexpliqués.

#### Méthodologie de recherche d'écarts inexpliqués de liquidation

Les écarts de liquidation de la taxe sur les transactions financières ont été analysés sur la base des journaux de suivi WTE030 remis chaque mois à l'administration fiscale par *Euroclear France*. Ces journaux détaillent notamment, pour chaque déclaration : le nom et la nationalité du participant, le nom et la nationalité de l'investisseur, le montant de taxe payé, le montant de la transaction taxée, son type<sup>158</sup>, sa nature (nette ou brute), son caractère éventuellement exonéré ainsi que le motif d'exonération. Les journaux de suivi WTE030 contiennent 396 926 lignes. Ils couvrent les exercices 2017 à 2025.

Afin de simplifier l'analyse, seules les déclarations standards<sup>159</sup> brutes (non nettes) ont été étudiées. Pour chaque déclaration, un écart inexpliqué de liquidation a été considéré comme caractérisé dès lors que la transaction n'était pas exonérée, que son montant était connu, que le montant de taxe payée était non nul et que l'écart entre taxe payée et taxe attendue était supérieur à 5 % (ou 50 €).

Il ressort des vérifications opérées que le montant de transactions standards non nettes, c'est-à-dire celles pour lesquelles le système d'information d'*Euroclear France* indique qu'elles ne résultent pas d'une consolidation de transactions dans un système tiers, et non exonérées est passé de 460,7 Md€ en 2017 à 779,7 Md€ en 2025, pour un total de 5 297,6 Md€ sur l'ensemble de la période. Au sein de cet ensemble, 4 413,1 Md€ de transactions, soit 83,3 % en volume, ne présentaient pas d'écart de liquidation. *A contrario*, 884,4 Md€ de transactions, soit 16,7 % en volume, étaient affectées d'un écart de liquidation.

Le taux d'écart inexpliqué de liquidation était significatif (8,9 %) en 2017, année où le taux de la taxe a été relevé. Il a ensuite fortement baissé en 2018 et 2020 avant d'à nouveau progresser à compter de 2021. Entre 2022 et 2025, le taux d'écart de liquidation s'est établi à des niveaux élevés (plus de 25 % en volume). Il était de 38,7 % en 2024 et de 27,9 % en 2025.

<sup>158</sup> Quatre types de déclarations sont possibles : type A (« amendement »), type S (« standard »), type C (« correction »), type R (« rectification »).

<sup>159</sup> Les déclarations correctrices (de types A, C ou R), soit 1,3 % des déclarations, ont été ignorées, faute de pouvoir être rapprochées des déclarations standards.

**Tableau n° 11 : transactions assujetties, avec ou sans écart de liquidation – 2017 à 2025**

|                             | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   | 2025   | Total   |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| <i>Transactions (Md€)</i>   | 460,7  | 490,8  | 445,8  | 532,2  | 544,3  | 701,9  | 568,8  | 773,4  | 779,7  | 5 297,6 |
| <i>... sans écart (Md€)</i> | 419,7  | 478,2  | 438,0  | 529,1  | 500,9  | 526,7  | 484,3  | 474,3  | 561,8  | 4 413,1 |
| <i>... sans écart (%)</i>   | 91,1 % | 97,4 % | 98,2 % | 99,4 % | 92,0 % | 75,0 % | 85,1 % | 61,3 % | 72,1 % | 83,3 %  |
| <i>... avec écart (Md€)</i> | 40,9   | 12,6   | 7,9    | 3,0    | 43,4   | 175,2  | 84,5   | 299,0  | 217,9  | 884,4   |
| <i>... avec écart (%)</i>   | 8,9 %  | 2,6 %  | 1,8 %  | 0,6 %  | 8,0 %  | 25,0 % | 14,9 % | 38,7 % | 27,9 % | 16,7 %  |

*Transactions standards (type « S ») non nettes non exonérées uniquement*

*Source : Cour des comptes d'après données Euroclear (journal de suivi WTE030)*

Entre 2017 et 2025, le montant total des transactions standards non nettes et non exonérées présentant un écart inexpliqué de liquidation s'est élevé à 884,4 Md€. Alors qu'il aurait été attendu que ces transactions génèrent un montant de recettes de 2,8 Md€ (par l'application d'un taux de 30 points de base jusqu'au mois d'avril 2025, puis de 40 points de base au-delà), le total de taxe collectée à leur titre s'est élevé à 647,8 M€, laissant un écart inexpliqué de liquidation de 2 195,9 M€. Cet écart total résulte de la contraction d'excédents et de déficits de collecte.

**Tableau n° 12 : déficit ou trop versé sur transactions assujetties présentant un écart inexpliqué de liquidation – 2017 à 2025**

|                              | 2017  | 2018  | 2019  | 2020 | 2021  | 2022   | 2023   | 2024   | 2025   | Total    |
|------------------------------|-------|-------|-------|------|-------|--------|--------|--------|--------|----------|
| <i>Transactions (Md€)</i>    | 40,9  | 12,6  | 7,9   | 3,0  | 43,4  | 175,2  | 84,5   | 299,0  | 217,9  | 884,4    |
| <i>Taxe attendue (M€)</i>    | 122,8 | 37,9  | 23,6  | 9,1  | 130,1 | 525,6  | 253,5  | 897,0  | 844,2  | 2 843,7  |
| <i>Taxe payée (M€)</i>       | 82,8  | 8,2   | 12,0  | 5,7  | 33,2  | 69,5   | 25,1   | 68,8   | 342,6  | 647,8    |
| <i>Somme des écarts (M€)</i> | -40,0 | -29,7 | -11,6 | -3,4 | -96,9 | -456,1 | -228,4 | -828,2 | -501,6 | -2 195,9 |
| <i>... trop versé</i>        | 1,9   | 0,8   | 1,5   | 0,8  | 2,1   | 0,7    | 0,5    | 0,4    | 32,6   | 41,2     |
| <i>... déficit</i>           | -41,8 | -30,5 | -13,1 | -4,2 | -99,0 | -456,8 | -228,9 | -828,6 | -534,2 | -2 237,1 |

*Note : transactions standards (type « S ») non nettes non exonérées avec écart uniquement.*

*Source : Cour des comptes d'après données Euroclear (journal de suivi WTE030)*

En pratique, les trop-versés de collecte de taxe sur les transactions financières ont été rares (376 déclarations entre 2017 et 2025, pour un trop-perçu total de 41,2 M€, soit un écart positif de 109 574 € en moyenne). *A contrario*, les déclarations présentant un écart inexpliqué de liquidation négatif ont été plus nombreuses (3 595 déclarations au total) et d'un montant moyen supérieur (622 270 € de déficit en moyenne).

Une analyse ligne à ligne met en évidence que l'écart inexpliqué de liquidation de 2 237,1 M€ entre 2017 et 2025 s'explique à plus de 90 % par 132 déclarations atypiques pour lesquelles cet écart présente une ampleur significative, supérieure à 2,5 M€<sup>160</sup>. A titre de comparaison, les journaux de suivi analysés comportaient 396 926 déclarations pour la période.

Interrogé sur l'existence d'écarts inexpliqué de liquidation, le dépositaire central a indiqué que le cadre actuel des contrôles incombant à *Euroclear France*, tels qu'ils sont définis

<sup>160</sup> Quatorze investisseurs sont concernés.

dans le protocole du 7 septembre 2012, n'impose pas de contrôle de cohérence entre le montant de la transaction déclarée et le montant de la taxe payée<sup>161</sup>. *Euroclear France* a également souligné avoir observé des déclarations comportant des montants de transactions incohérents avec la quantité de titres négociés et leurs cours. Dans certains cas, ces écarts résulteraient de problèmes de formatage informatique ou de décimalisation, engendrant des montants de transaction cent fois supérieurs au montant de l'assiette correspondant à la taxe calculée. Ils pourraient avoir ultérieurement fait l'objet de déclarations correctrices. L'existence d'un écart inexpliqué de liquidation de 2,2 Md€ entre 2017 et 2025, soit 240 M€ par an en moyenne, n'implique donc pas nécessairement un manque à gagner équivalent pour l'État.

La Cour préconise d'analyser l'origine des écarts inexpliqués de liquidation d'ampleur significative et d'opérer, au besoin, les vérifications idoines. Elle recommande également d'amender le protocole du 7 septembre 2012 afin d'introduire les contrôles informatiques destinés à s'assurer que, pour les transactions non exonérées, le taux payé n'est pas inférieur au taux légal. Le service de la gestion fiscale de la DGFIP a précisé que le protocole signé entre l'État et *Euroclear France* serait en voie de mise à jour et qu'une note aux ministres concernés était en cours de rédaction.

\*\*

Dans son référé du 19 juin 2017<sup>162</sup>, la Cour avait recommandé 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 ». Dans leur réponse conjointe du 31 août 2017, le ministre de l'économie et des finances et le ministre de l'action et des comptes publics avaient indiqué qu'« il va être proposé au dépositaire central (*Euroclear France*) une actualisation du protocole (...) en vue de fiabiliser les contrôles sur les fichiers déclaratifs transmis par les redevables afin d'améliorer le recouvrement ainsi que le contrôle ultérieur ».

Les investigations menées dans le cadre de la présente enquête ont montré que l'engagement pris en 2017 n'a pas débouché sur une révision du protocole encadrant le processus de collecte de la taxe pour le compte de l'État par le dépositaire central de titres agréé, qui demeure inchangé, quatorze années après sa signature.

## **C - Un suivi statistique lacunaire, un défaut d'orientation vers le contrôle**

En mars 2017, un audit interne de la DGE a examiné les conditions dans lesquelles la taxe sur les transactions financières était gérée et contrôlée au sein de cette direction<sup>163</sup>. À l'issue de tests menés sur un échantillon de déclarations papiers et d'une analyse des journaux de suivi comparable à celle menée dans le cadre de la présente enquête, cette mission a conclu à l'existence de deux points principaux de fragilité :

---

<sup>161</sup> De même, aucun contrôle de cohérence n'est assuré entre le montant total figurant dans l'en-tête de la déclaration et la somme des lignes répétitives. Le processus de collecte de la taxe s'appuie ainsi uniquement sur les en-têtes de déclaration et ne considère pas les transactions individuelles contenues dans les déclarations.

<sup>162</sup> Cf. Cour des comptes, *La taxe sur les transactions financières et sa gestion*, référé S 2017-1860, 19 juin 2017.

<sup>163</sup> Cf. DGFIP, *Gestion et contrôle de la taxe sur les transactions financières*, rapport d'audit n°2016-939-004, mars 2017.

- d'une part, la taxe sur les transactions financières est traitée hors du champ des applicatifs traditionnels de la DGFIP, notamment MEDOC<sup>164</sup> et, du fait de sa nature événementielle et déclarative, sans capacité de l'administration fiscale à détecter une éventuelle défaillance ;
- d'autre part, la mission d'audit a identifié un « *un volume important d'informations déclaratives adressé mensuellement par Euroclear France à la DGE (...) qui n'est pas exploité* ». Parallèlement, la mission relevait que les fichiers transmis par le dépositaire central « *n'étaient pas de qualité optimale* » et ne permettaient pas d'identifier de façon unique les investisseurs<sup>165</sup>.

Huit ans plus tard, la situation n'a pas notablement évolué.

Les investigations et les entretiens menés suggèrent que les journaux de suivi de la collecte de la taxe sur les transactions financières continuent de ne pas être exploités de façon complète au sein de l'administration fiscale.

En témoigne par exemple le fait que la DGFIP comme la direction générale du Trésor ont indiqué ne pas disposer d'un tableau rendant compte du montant des transactions exonérées, motif par motif, ni d'un suivi fin du montant des transactions assujetties à la taxe sur les transactions financières. Or, qu'elles concernent les exonérations ou les transactions, les informations indiquées comme inaccessibles sont en réalité disponibles dans au moins deux journaux de suivi envoyés chaque mois par *Euroclear France* à l'État<sup>166</sup>. Il est ainsi possible, sur la base de ces journaux de suivi, d'estimer les poids respectifs de chaque motif d'exonération et de quantifier les volumes de transactions exonérées ou non (cf. chapitre I).

De façon plus préoccupante, l'analyse des journaux de suivi transmis à la Cour a mis en évidence que depuis le mois d'avril 2025, la génération d'au moins trois journaux de suivi mensuels<sup>167</sup> était affectée d'une anomalie. Cette dernière se traduisait par une réduction d'environ deux tiers (par rapport à la période précédente) du nombre de lignes valides dans certains journaux de suivi, engendrant des pertes d'informations et des incohérences entre journaux. Après investigation par *Euroclear France*, il est apparu que cette anomalie était due à une erreur de paramétrage affectant le lien entre déclarations et transactions et, par suite, la génération des journaux de suivi, sans impact sur la collecte de la taxe<sup>168</sup>. Cette anomalie n'avait pas été détectée par l'administration fiscale, pourtant destinataire chaque mois des journaux de suivi édités par *Euroclear France*. Elle n'avait pas été signalée à *Euroclear France* pour correction.

<sup>164</sup> Utilisé par environ 20 000 agents, l'applicatif MEDOC (Mécánisation des Opérations Comptables) est une application informatique de la DGFIP dédiée à la gestion des opérations de recouvrement et de comptabilité des recettes de l'État. Il assure l'encaissement de la majorité des impôts et taxes, notamment la TVA, les impôts sur rôles des particuliers et des professionnels, ainsi que divers produits fiscaux. L'applicatif génère automatiquement les écritures comptables correspondantes, alimente la comptabilité de l'État et contribue à la certification annuelle des comptes par la Cour des comptes.

<sup>165</sup> À l'aide d'un numéro de TVA intracommunautaire ou d'un numéro SIREN, par exemple.

<sup>166</sup> Il s'agit des journaux de suivi WTE030 « récapitulatif mensuel des déclarations par typologie » et WTE110 « part en nombre et en volume des acquisitions »

<sup>167</sup> Il s'agit des journaux de suivi WTE030 « récapitulatif mensuel des déclarations par typologie », WTE050 « rapport statistique des déclarations du mois » et WTE110 « part en nombre et en volume des acquisitions »

<sup>168</sup> Le paramétrage en cause a été introduit afin de renforcer la cybersécurité de la chaîne de traitement et prévenir l'injection de code malveillant dans les applicatifs utilisés par *Euroclear France*. Son défaut a conduit à classer comme invalides des lignes valides et donc réduire la taille de certains journaux de suivi. Un correctif a été apporté et a été déployé par *Euroclear France* à compter de mars 2026. Les journaux affectés par l'anomalie ont été régénérés par le dépositaire central de titres afin de nourrir les résultats de la présente enquête.

Selon la direction des vérifications nationales et internationales (DVNI), la vérification des journaux de suivi fournis par *Euroclear France* impliquerait l'analyse de volumes considérables de données, représentant plusieurs téraoctets. La DVNI rappelle, que, de façon générale, l'intensité des vérifications opérées dans le secteur financier dépend fortement de la disponibilité des brigades de vérification des comptabilités informatisées (BVCI) compte tenu du degré de numérisation des processus. Cette limitation structurelle peut aboutir à rallonger les délais des vérifications, voire à obérer ces dernières lorsque ces services sont fortement mobilisés sur d'autres sujets.

Sans disconvenir de l'apport de l'outil informatique dans l'analyse des processus financiers<sup>169</sup> et bien qu'ils comptent plusieurs dizaines de milliers de lignes par an, les journaux de suivi restent exploitables par des outils bureautiques traditionnels, sans mobiliser de moyens exceptionnels ou une expertise statistique spécialisée. Dès lors, il n'est pas satisfaisant que les journaux de suivi produits par *Euroclear France*, pourtant conçus afin de rendre compte des contrôles de cohérence opérés en application du 5.1 du protocole du 7 septembre 2012 et mesurer la qualité de la collecte, continuent de ne pas faire l'objet d'une exploitation complète par les services de la DGFIP. Une telle exploitation aurait vraisemblablement permis d'identifier les écarts inexplicables de liquidation isolés depuis 2017 ou de repérer plus rapidement l'anomalie affectant la qualité des journaux de suivi à compter d'avril 2025.

Plus fondamentalement, une exploitation complète des journaux de suivi serait de saine gestion afin d'orienter les vérifications sur place ou sur pièces et notamment de cibler les transactions à forts enjeux pour lesquelles un écart inexplicable de liquidation persiste.

Il est donc recommandé à la DGFIP de mettre en place, le cas échéant avec l'appui de sa mission nationale d'audit, une procédure d'exploitation complète des journaux de suivi et d'en mettre à profit les résultats pour orienter ses vérifications.

## **D - En dépit des risques identifiés, un transfert de la collecte à l'administration fiscale qui n'est pas souhaitable**

Les risques auxquels la collecte de la taxe sur les transactions financières est exposée ont pu conduire certains observateurs, notamment des parlementaires<sup>170</sup> et des universitaires<sup>171</sup>, à plaider pour qu'elle soit confiée à la DGFIP plutôt qu'à *Euroclear France*. L'hypothèse d'une réinternalisation du processus de collecte de la taxe par l'État doit toutefois être regardée avec prudence.

---

<sup>169</sup> Cf. Cour des comptes, *L'intelligence artificielle dans les politiques publiques : l'exemple du ministère de l'économie et des finances*, observations définitives n°S 2024-1165, novembre 2024.

<sup>170</sup> Cf. Assemblée nationale, *Recouvrement de la taxe sur les transactions financières*, question écrite n°1215 (Mme Françoise Buffet), 17<sup>ème</sup> législature, 22 octobre 2024 ; Sénat, *Recouvrement de la taxe sur les transactions financières*, question écrite n°3767 (Mme Nathalie Goulet), 17<sup>ème</sup> législature, 20 mars 2025 ; Sénat, *Méthode de collecte de la taxe sur les transactions financières*, question écrite n°04511 (Mme Sophie Briante Guillemont), 17<sup>ème</sup> législature, 8 mai 2025.

<sup>171</sup> Cf. Gunther Capelle-Blancard, *La taxation des transactions financières : une analyse du dispositif français*, Centre d'Économie de la Sorbonne, Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne, juin 2024.

En effet, les coûts actuels de collecte de la taxe, qui sont particulièrement bas (cf. II-D), représentent un avantage pour les finances publiques. En outre, une réinternalisation occasionnerait des délais et des coûts opérationnels afin d'opérer les développements informatiques nécessaires pour interfacer les systèmes d'information des déclarants avec celui de l'État, que ce soit en son sein ou au sein des intermédiaires financiers<sup>172</sup>.

Au surplus, le développement d'un nouveau système d'information étatique dédié à la collecte de la taxe emporterait lui-même de nouveaux risques, dont l'incidence ne serait pas nécessairement moindre que celle de ceux identifiés dans le cadre de la présente enquête. Enfin, dans un contexte où de nombreuses évolutions réglementaires et commerciales sont attendues dans le post-marché (cf. III-A), il serait peu opportun de complexifier plus avant la situation en réformant en profondeur le circuit de collecte de la taxe.

Pour l'ensemble de ces motifs, le dépositaire central de titres demeure l'acteur le mieux placé pour opérer la collecte de la taxe sur les transactions financières, sous sa forme actuelle tout du moins. Sous réserve que la DGFIP se place en ordre de marche pour exploiter de façon complète les journaux de suivi qui lui sont adressés et en tirer des conséquences pour son activité de contrôle, il n'est pas opportun de recommander que l'État opère seul la collecte de la taxe sur les transactions financières.

La DGFIP a indiqué, en réponse aux observations provisoires que la Cour lui a adressées au cours de son enquête, que le pilotage de la collecte de la taxe sur les transactions financières sera renforcé, que les journaux de suivi de la collecte seront exploités de façon complète et que des contacts seront pris avec le dépositaire central de titres pour envisager la mise en place de contrôles plus poussés que ceux existants.

---

<sup>172</sup> Toute transformation du circuit de collecte se traduirait par des frais supplémentaires pour le dépositaire central de titres, mais aussi pour les prestataires de services d'investissement, dans un contexte où le post-marché se prépare au passage au règlement à j+1, prévu pour 2028.

---

## CONCLUSION ET RECOMMANDATIONS

---

Largement informatisé, impliquant un nombre limité d'acteurs et désormais amplement rodé, le processus de collecte de la taxe sur les transactions financières est globalement perçu comme maîtrisé par les administrations et les professionnels. Cette perception favorable est corroborée par les rares contrôles opérés depuis la création de la taxe, qui n'ont pas mis en évidence de perte de recettes significative et n'ont pas débouché sur des rappels de droits importants.

Pour autant, les investigations menées dans le cadre de la présente enquête montrent que le recouvrement de la taxe est exposé à des risques, que l'on considère le caractère extraterritorial de ses redevables (dès lors moins informés et moins accessibles), les évolutions et innovations que connaissent les marchés financiers, l'absence de contrôle de ses exonérations, le défaut de contrôles appropriés tout au long de la chaîne de déclaration ou encore l'investissement insuffisant consenti par l'administration fiscale dans l'exploitation, a posteriori, des journaux de suivi qui lui sont adressés par le dépositaire central.

Pour l'heure, ces risques n'ont pas dégradé la qualité de la collecte, qui reste particulièrement efficace, notamment au vu de son coût réduit pour les finances publiques. Il appartient à l'État de préserver cet acquis en procédant aux ajustements nécessaires pour améliorer la sécurité passive de la chaîne de déclaration, renforcer la capacité de l'administration à détecter les écarts inexpliqués de liquidation et préparer les évolutions attendues dans la structuration du post-marché.

La Cour formule les recommandations suivantes :

2. d'ici l'été 2027, définir les modalités de collecte de la taxe sur les transactions financières dans l'hypothèse où le dépositaire central de titres teneur du compte d'émission est situé à l'étranger (ministre de l'économie, des finances et de la souveraineté industrielle, énergétique et numérique, ministre de l'action et des comptes publics) ;
  3. analyser d'ici la fin 2026 l'origine des écarts inexpliqués de liquidation d'ampleur significative et opérer, au besoin, les vérifications idoines (ministre de l'action et des comptes publics) ;
  4. d'ici l'été 2027, amender le protocole encadrant le processus de collecte de la taxe pour le compte de l'État par le dépositaire central de titres agréé, de sorte à introduire les contrôles informatiques destinés à assurer que, pour les transactions non exonérées, le taux payé n'est pas inférieur au taux légal (ministre de l'action et des comptes publics) ;
  5. d'ici l'été 2027, mettre en place une procédure d'exploitation complète des journaux de suivi de la collecte et mettre à profit les résultats obtenus pour orienter les vérifications (ministre de l'action et des comptes publics).
-

## Conclusion générale

La taxe sur les transactions financières apparaît désormais bien installée dans le paysage fiscal national, au prix d'une réduction de ses ambitions initiales.

Son intitulé, notamment, ne rend pas compte de son assiette relativement étroite, limitée aux échanges d'actions des plus grandes entreprises nationales, qui exclut plus de 95 % des opérations réalisées sur les marchés d'actions, sans même considérer celles portant sur des produits dérivés ou les échanges intra-journaliers. Ce périmètre est toutefois comparable à celui des taxes similaires mises en place ailleurs en Europe, seule l'Italie ayant fait le choix d'imposer aussi les produits dérivés, à un taux significativement inférieur cependant. Son exemple mériterait d'être étudié et évalué rigoureusement pour nourrir la réflexion préalable à toute extension éventuelle de l'assiette de la taxe française.

Ce choix prudent d'une assiette étroite est à mettre en relation avec le fait que l'instauration de la taxe en 2012, puis les deux relèvements de son taux en 2017 puis en 2025, ont eu des effets économiques contenus sur le volume des transactions et au-delà, sur le fonctionnement des marchés d'actions. Après une contraction initiale des échanges à l'été 2012, la taxe n'a pas eu d'effet perturbateur majeur, moyennant, tout de même, une légère réduction de la liquidité des marchés sans réduction de la volatilité des cours, qui aurait pu en être la contrepartie. Il serait hasardeux d'imputer à la taxe un assainissement des pratiques en ce qui concerne les opérations à haute fréquence et les opérations intra-journalières, la surveillance et la régulation des marchés notamment au niveau européen ayant probablement une plus grande efficacité.

A cet égard, la Cour n'a pas identifié de voie manifeste pour élargir l'assiette de la taxe à court terme. Du fait d'une assiette mobile, toute évolution insuffisamment expertisée et exagérément en décalage avec les pratiques des autres pays et places financières risquerait de se traduire, non pas par des recettes supplémentaires, mais par une baisse du produit collecté liée à la délocalisation des transactions hors de la juridiction fiscale française.

Avec 2,5 Md€ de produit en 2025, la taxe sur les transactions financières constitue aujourd'hui, dans les faits, un instrument de rendement budgétaire, dont il est impossible de dire si elle pèse *in fine* sur les intermédiaires, les investisseurs ou les entreprises dont les titres sont assujettis.

Les modalités de collecte de la taxe, fondées sur le principe d'émission, un régime déclaratif et un rôle prépondérant confié au dépositaire central de titres présentent de grands avantages, mais aussi des angles morts. Au titre des avantages figurent la simplicité et surtout un coût de gestion très faible, qui serait d'un tout autre ordre de grandeur s'il était mis fin à ce système au profit d'une gestion directe par l'administration fiscale. C'est la raison pour laquelle la Cour ne recommande pas de réforme en ce sens, à la condition toutefois qu'il soit mis fin aux lacunes de ce système. La capacité à contrôler les déclarations des redevables est le principal inconvénient observé, le dépositaire central n'effectuant aucun contrôle et l'administration n'exploitant pas de façon complète les journaux de suivi communiqués mensuellement par ce dernier. Les écarts inexploités de liquidation détectés par la Cour dans le cadre de ses

investigations, s'ils sont concentrés sur un petit nombre de transactions atypiques, appellent sans délai une plus grande attention de la part de l'administration fiscale.

Au-delà de ces enjeux de gestion, le bilan dressé par la Cour illustre les défis liés à l'harmonisation fiscale au sein de l'Union européenne, qui constituerait l'espace pertinent d'action si les ambitions affichées en 2012 revenaient au premier plan.

## Liste des abréviations

|                |                                                                                                      |
|----------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| ACPR .....     | Autorité de contrôle prudentiel et de résolution                                                     |
| ADR .....      | <i>American depositary receipts</i>                                                                  |
| AFD.....       | Agence française de développement                                                                    |
| AFEP .....     | Association française des entreprises privées                                                        |
| AMAFI.....     | Association française des marchés financiers                                                         |
| AMF .....      | Autorité des marchés financiers                                                                      |
| ATTAC .....    | Association pour la taxation des transactions financières et pour l'action citoyenne                 |
| BDFI.....      | Base de données française des instruments financiers                                                 |
| BOFiP.....     | Bulletin officiel des finances publiques                                                             |
| BVCI .....     | Brigade de vérification des comptabilités informatisées                                              |
| CDS .....      | <i>Credit default swap</i> (contrat d'échange sur défaut)                                            |
| CFD .....      | <i>Contract for difference</i> (contrat sur différence)                                              |
| CGI.....       | Code général des impôts                                                                              |
| CSD .....      | <i>Central securities depository</i> (dépositaire central de titres)                                 |
| CSDR .....     | <i>Central securities depositories regulation</i> (régulation des dépositaires centraux de titres)   |
| DESF .....     | Département des études et statistiques fiscales                                                      |
| DG Trésor..... | Direction générale du Trésor                                                                         |
| DGE .....      | Direction des grandes entreprises                                                                    |
| DGFIP .....    | Direction générale des finances publiques                                                            |
| DLF .....      | Direction de la législation fiscale                                                                  |
| DTR.....       | <i>Direct transaction reporting</i> (reporting direct des transactions)                              |
| DVNI.....      | Direction des vérifications nationales et internationales                                            |
| ECOFIN .....   | Conseil « affaires économiques et financières »                                                      |
| EMIR.....      | <i>European market infrastructure regulation</i> (règlement sur l'infrastructure du marché européen) |
| ETF.....       | <i>Exchange-traded fund</i> (fond indiciel coté)                                                     |
| FMI.....       | Fonds monétaire international                                                                        |
| FSD .....      | Fonds de solidarité pour le développement                                                            |
| FVC.....       | Fonds vert pour le climat                                                                            |
| IFFim.....     | Facilité de financement internationale pour la vaccination                                           |
| IOB.....       | Impôt sur les opérations de bourse                                                                   |
| LOLF.....      | Loi organique relative aux lois de finances                                                          |
| MEDOC .....    | Mécanisation des opérations comptables                                                               |
| MRA.....       | Mission risques et audits                                                                            |
| NEB.....       | Note d'analyse de l'exécution budgétaire                                                             |
| OTC.....       | <i>Over the counter</i> (de gré à gré)                                                               |
| PSI.....       | Prestataire de services d'investissement                                                             |

---

|              |                                                      |
|--------------|------------------------------------------------------|
| SLP.....     | <i>Supplemental liquidity provider</i>               |
| SRAB .....   | Séparation et régulation des activités bancaires     |
| TFUE.....    | Traité sur le fonctionnement de l'Union Européenne   |
| TRS .....    | <i>Total return swaps</i> (swaps de rendement total) |
| TSBA .....   | Taxe de solidarité sur les billets d'avion           |
| TTF.....     | Taxe sur les transactions financières                |
| TVA .....    | Taxe sur la valeur ajoutée                           |
| UnitAid..... | Facilité d'achat de médicament                       |

## Glossaire

Un **arbitragiste** est un opérateur de marché qui exploite les écarts de prix entre marchés ou entre instruments afin de réaliser un gain à risque limité. Il peut opérer à haute fréquence afin de profiter d'écarts de cotation éphémères.

Un **American depositary receipt** (ADR) est un certificat émis par une banque américaine, le cas échéant sans accord de l'émetteur, représentant des actions étrangères. Il permet à un opérateur de marché d'acquérir une exposition à une action française sans que la transaction soit soumise à la taxe sur les transactions financières, dès lors que le transfert de propriété porte sur le certificat et non sur l'action sous-jacente.

Un **carnet d'ordres** est un registre électronique mis à jour en continu qui recense l'ensemble des ordres d'achat et de vente portant sur un instrument financier et transmis à une plateforme de négociation. Il présente les ordres selon leur prix et leur heure d'arrivée, conformément aux règles de priorité applicables. Il permet de visualiser la profondeur du marché, c'est-à-dire les quantités disponibles à différents niveaux de prix. Le rapprochement des ordres d'achat et de vente dans le carnet d'ordres contribue à la formation du prix de marché.

Une **chambre de compensation** est une infrastructure de marché qui intervient entre l'acheteur et le vendeur lors d'une transaction sur les marchés financiers. Elle garantit l'exécution des opérations, centralise les flux de paiement et de livraison de titres, limite les risques de défaut et assure la sécurité ainsi que la stabilité des échanges financiers.

La **compensation** (*clearing*) correspond à une phase post-négociation au cours de laquelle les engagements des parties sont sécurisés en calculant les obligations nettes de chaque participant, en appariant les ordres et, lorsqu'une chambre de compensation est impliquée, en réalisant la novation, c'est-à-dire que cette chambre devient l'acheteur pour chaque vendeur et le vendeur pour chaque acheteur (dans les systèmes à contrepartie centrale). Elle inclut également des mécanismes de gestion du risque de liquidité et du risque opérationnel, *via* le suivi des positions ouvertes, le calcul des marges et la préparation des flux financiers pour le règlement-livraison.

Un **compte-titres** est un compte ouvert auprès d'un teneur de compte-conservateur, agréé ou habilité selon sa nature, sous le contrôle de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et/ou de l'Autorité des marchés financiers (AMF). Il enregistre tous les titres acquis par son détenteur. Il est attaché à un compte-espèces qui gère les liquidités permettant d'effectuer les opérations d'achats et de ventes de titres.

Un **contrat de liquidité** définit les conditions dans lesquelles un prestataire de services d'investissement intervient pour le compte d'une entreprise cotée en bourse, à l'achat ou à la vente, afin de favoriser la liquidité des transactions, la régularité des cotations des titres et limiter les écarts de cotation (*spreads*) non justifiés par les fondamentaux du marché, dans le respect de la pratique de marché admise par l'Autorité des marchés financiers (AMF).

Un **contrat d'échange sur défaut** (*credit default swap*) est un contrat de protection financière, par lequel l'acheteur de protection paie une prime au vendeur de protection en contrepartie de laquelle il obtient, en cas de défaut de l'émetteur de référence, soit une somme correspondant à la différence entre la valeur nominale et la valeur de marché des obligations, soit la possibilité de livrer ces obligations contre le paiement d'un prix correspondant à leur valeur nominale .

Un **demandeur de liquidité** est un opérateur de marché qui souhaite acheter ou vendre des titres afin de rééquilibrer son portefeuille ou en raison de besoins de trésorerie.

Un **dépotaire central de titres** est une infrastructure de marché essentielle qui gère les titres, en garantissant l'enregistrement des titres en compte, la tenue des positions et la sécurité juridique des droits des détenteurs. Il assure le règlement-livraison des opérations sur titres, en lien avec les plateformes de négociation et les systèmes de paiement, selon le principe de livraison contre paiement.

L'**écart de cotation** (*spread*) est la différence entre le prix de vente (*ask*) et le prix d'achat (*bid*) d'un titre. Un écart de cotation étroit traduit généralement une bonne liquidité .

Une **externalité** désigne l'effet d'une activité économique d'un agent sur le bien-être d'un tiers, sans compensation ni transaction marchande. L'agent ne supporte pas (externalité négative) ou ne perçoit pas (externalité positive) l'intégralité des coûts ou bénéfices que son action génère pour autrui. Les prix de marché ne reflètent alors plus l'ensemble des coûts et bénéfices sociaux, et l'équilibre concurrentiel s'écarte de l'optimum collectif. La taxation pigouvienne vise à corriger cet écart en faisant supporter à l'agent le coût social de son action. Dans le débat sur la taxe sur les transactions financières, la taxe est présentée comme un moyen d'internaliser les externalités négatives attribuées à certaines transactions financières.

Un **fonds indiciel coté** (*exchange-traded fund*) est un instrument financier, négociable en bourse comme un titre de capital ordinaire, qui réplique (c'est-à-dire reproduit) la performance d'un indice boursier tel que le CAC 40, ou d'un panier d'indices. L'acquisition de parts d'un fonds indiciel coté n'entraîne pas de transfert de propriété sur les actions sous-jacentes et n'est donc pas directement soumise à la taxe sur les transactions financières. Le degré effectif d'évitement de la taxe dépend de la méthode de réplication : les fonds « à réplication physique » acquittent la taxe lors de l'achat des actions françaises pour constituer leur portefeuille, réduisant d'autant leur performance ; les fonds « à réplication synthétique » utilisent des instruments dérivés sans acquérir directement les actions, ce qui permet un évitement fiscal complet.

La **liquidité** est, avec la volatilité et la résilience , l'une des composantes de la qualité d'un marché financier. Elle mesure la capacité des opérateurs à acheter ou vendre un titre rapidement, en quantité significative, sans provoquer de variation importante de son prix. Elle se mesure notamment par l'écart de cotation (*spread*), un écart de cotation étroit traduisant une bonne liquidité. Elle s'apprécie également par la profondeur du carnet d'ordres , c'est-à-dire le volume de titres disponibles aux différents niveaux de prix. Un carnet profond absorbe des ordres importants sans déplacer significativement le cours.

La **qualité** d'un marché financier se mesure par sa capacité à permettre des échanges rapides, peu coûteux et sans distorsion excessive des prix. Elle s'évalue selon trois critères principaux : la liquidité , la volatilité et la résilience .

Le **marché primaire** est le segment du marché financier sur lequel les entreprises, États ou institutions émettent pour la première fois des titres financiers, comme des actions ou obligations, afin de lever des capitaux. Les investisseurs achètent directement ces titres auprès de l'émetteur, ce qui permet de financer des projets, des investissements ou des besoins budgétaires.

Le **marché secondaire** est le segment du marché financier où s'échangent des titres déjà émis auparavant sur le marché primaire. Les investisseurs y achètent et vendent des actions, obligations ou autres actifs entre eux, sans que l'émetteur ne reçoive de nouveaux fonds. Le marché secondaire favorise la liquidité des placements et la formation des prix financiers.

La **mise en pension de titres**, également appelée opération de pension livrée ou *repurchase agreement* (repo), est une transaction financière à court terme régie par l'article L. 211-27 du code monétaire et financier. Dans le cadre de cette transaction, une partie (le cédant) vend des titres à une autre partie (le cessionnaire) en échange de liquidités immédiates. Les deux parties conviennent simultanément que le cédant rachètera ces mêmes titres à une date future prédéfinie, à un prix légèrement supérieur. Cette majoration correspond à l'intérêt payé sur les fonds empruntés, déterminé par le taux repo. Économiquement, la mise en pension de titres équivaut à un prêt garanti par les titres remis en collatéral. Les opérations de mise en pension de titres sont communément employées afin de placer des excédents de liquidité ou d'injecter des liquidités dans le système financier (cas des banques centrales).

Un **opérateur de marché** est une personne morale ou physique qui intervient sur les marchés financiers afin d'acheter, vendre ou gérer des instruments financiers. Il peut agir pour son propre compte ou pour le compte de clients. Les banques, sociétés de gestion, courtiers et investisseurs institutionnels sont des exemples d'opérateurs de marché.

Un **opérateur informé** est un opérateur de marché qui dispose d'une information que le marché n'a pas encore intégrée ; son activité contribue à aligner les prix sur les fondamentaux.

Un **opérateur non informé** (« *noise trader* ») est un opérateur de marché qui prend des décisions fondées sur le « bruit » (rumeurs, comportements mimétiques) plutôt que sur l'information fondamentale. Sa présence sur le marché peut générer une volatilité excessive des prix.

Une **opération à haute fréquence** (ou *trading* à haute fréquence) est une stratégie de négociation automatisée utilisant des algorithmes informatiques capables d'exécuter un très grand nombre d'ordres dans des temps très courts. Elle repose sur la rapidité d'exécution et l'analyse instantanée des marchés afin de profiter de faibles écarts de prix ou de taux et réaliser des bénéfices sur des volumes importants.

Le **point de base** (pb) est une unité communément employée en finance, notamment pour exprimer des écarts de taux ou de cotation. Il correspond à 0,01 % (soit un pour dix-mille).

Le **post-marché** désigne l'ensemble des processus suivant l'exécution d'une transaction. Il inclut la confirmation des ordres, la compensation (*clearing*), le règlement-livraison (*settlement*), ainsi que la conservation des titres et les services associés. Ces étapes garantissent la bonne fin de la transaction (c'est-à-dire le transfert irrévocable des titres du vendeur à l'acheteur contre paiement simultané des sommes convenues), la réduction du risque de contrepartie et l'enregistrement définitif des droits de propriété. Le post-marché s'appuie sur des infrastructures de marché telles que les chambres de compensation, les dépositaires

centraux de titres et les systèmes de règlement-livraison, qui interagissent pour minimiser les risques systémiques liés aux défaillances potentielles d'une contrepartie.

Un **prestataire de services d'investissement** est un acteur agréé proposant des services liés aux marchés financiers, tels que la réception-transmission d'ordres, la gestion de portefeuille, le conseil en investissement ou la négociation pour compte propre. Les banques et sociétés de courtage sont des prestataires de services d'investissement soumis à une réglementation financière stricte.

Un **produit dérivé** est un instrument financier, parfois négociable en bourse comme un titre de capital ordinaire, dont la valeur dépend de l'évolution d'un actif sous-jacent, comme une action, une devise, un taux d'intérêt ou une matière première. Il permet de se couvrir contre les risques financiers, de spéculer sur des variations de prix ou d'optimiser certaines stratégies d'investissement.

Le **règlement-livraison** (*settlement*) désigne la phase finale du cycle de vie d'une transaction sur instruments financiers, au cours de laquelle s'effectue le transfert irrévocable des titres et des fonds entre les parties. Elle garantit que l'acheteur reçoit effectivement les titres qu'il a acquis et que le vendeur perçoit le paiement correspondant, selon le principe de livraison contre paiement.

La **résilience** est, avec la liquidité et la volatilité, l'une des composantes de la qualité d'un marché financier. Elle mesure la capacité d'un marché à absorber un choc et à retrouver son équilibre.

La **rotation** est un indicateur mesurant la fréquence des achats et ventes de titres réalisés dans un portefeuille d'investissement sur une période déterminée. Une rotation élevée traduit une gestion active avec de nombreuses transactions, tandis qu'une rotation faible correspond à une stratégie de conservation des actifs sur le long terme.

La **spéculation** renvoie à des stratégies d'investissement fondées sur l'anticipation de variations de prix. Si elle peut générer des gains privés, ses effets macroéconomiques sont ambigus.

Un **teneur de marché** (*market maker*) est un opérateur de marché qui se livre à la tenue de marché, c'est-à-dire qu'il assure en permanence la contrepartie des ordres d'achat et de vente, réduisant les écarts de cotation (*spreads*) et facilitant l'exécution des transactions. Les teneurs de marché jouent un rôle central dans la liquidité du marché.

La **tenue de marché** est une activité exercée par un intermédiaire financier consistant à proposer en permanence des prix d'achat et de vente sur un titre financier. Le teneur de marché assure ainsi la liquidité du marché, facilite les échanges entre investisseurs et réduit les écarts entre les prix d'achat (*bid*) et prix de vente (*ask*).

Un **titre de capital** est un instrument financier représentant une part du capital d'une société. Le détenteur devient actionnaire et peut bénéficier de droits de vote, de dividendes et d'une éventuelle plus-value. Les actions constituent l'exemple principal de titre de capital utilisé sur les marchés financiers.

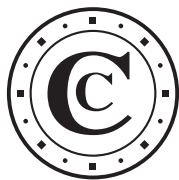
La **valeur de marché** est le prix auquel un actif financier peut être acheté ou vendu sur un marché à une date donnée. Elle résulte de la confrontation entre l'offre et la demande et évolue en fonction des conditions de marché, des anticipations des investisseurs et des caractéristiques propres à l'actif. Contrairement à la valeur nominale, qui est fixée lors de l'émission d'un titre, la valeur de marché fluctue au cours du temps. Pour les produits dérivés, elle correspond généralement au coût de remplacement du contrat ou au montant qui serait obtenu ou payé en cas de clôture de la position à la date considérée.

La **valeur nominale** est le montant de référence inscrit sur un titre financier, servant de base au calcul de certains flux financiers, par exemple dans le cas d'une obligation, le montant des intérêts ou la somme à rembourser à l'échéance. Contrairement à la valeur notionnelle, qui constitue le montant de référence d'un produit dérivé sans nécessairement être échangée, la valeur nominale est directement associée au titre émis. Elle se distingue également de la valeur de marché, qui fluctue en fonction des conditions du marché.

La **valeur notionnelle** correspond au montant de référence d'un contrat dérivé servant de base au calcul des flux financiers entre les contreparties, sans donner lieu lui-même à un échange effectif. Dans un contrat d'échange de taux d'intérêt, par exemple, le notionnel détermine le montant sur lequel sont calculés les intérêts versés par les parties, sans transfert du capital sous-jacent. La valeur notionnelle d'un produit dérivé ne reflète généralement ni sa valeur économique réelle ni le risque effectivement supporté par les contreparties.

La **volatilité** est, avec la liquidité et la résilience, l'une des composantes de la qualité d'un marché financier. Elle mesure l'amplitude des fluctuations de prix sur une période donnée. Une faible volatilité traduit en général un marché considéré comme efficient, les prix variant de manière ordonnée au gré des nouvelles informations et reflétant ainsi correctement la valeur des actifs. Elle peut cependant résulter d'une illiquidité : peu d'échanges impliquent mécaniquement peu de variations de prix, sans que cela reflète la bonne qualité du marché. Dans ce cas, une faible volatilité observée peut masquer des déséquilibres latents et précéder des corrections soudaines. La littérature récente tend par ailleurs à nuancer le caractère intrinsèquement négatif de la volatilité : une certaine amplitude des variations de prix peut signaler un marché actif, dans lequel les informations sont rapidement intégrées et les prix corrigés en conséquence.

Le **volume** de titres est la quantité totale de titres financiers, comme des actions ou obligations, échangés sur un marché pendant une période donnée. Il mesure l'intensité des échanges et la liquidité d'un actif financier. Un volume élevé traduit généralement un fort intérêt des investisseurs et une activité importante du marché.



L'intégralité du rapport « *La taxe sur les transactions financières* » et sa synthèse  
sont disponibles sur le site internet de la Cour des comptes :

**[www.ccomptes.fr](http://www.ccomptes.fr)**

**Cour des comptes**

13, rue Cambon  
75100 Paris Cedex 01  
Tél. : 01 42 98 95 00  
[www.ccomptes.fr](http://www.ccomptes.fr)