

## La taxation des transactions financières: le b.a.-ba de la Bourse

Afin de pouvoir comprendre en quoi consiste la taxe Tobin, actuellement appelée le plus souvent « TTF » pour « taxe sur les transactions financières », sans doute serait-il bon de rappeler ce qu'est, vraiment, une transaction financière. Pour l'expliquer, nous tenterons dans un premier temps de comprendre ce que sont les marchés financiers et comment ils sont organisés puis nous nous attacherons à comprendre le phénomène grandissant de l'*algotrading*. Mais voyons, pour commencer, quels types de produits s'échangent sur les marchés.

*Analyse réalisée avec l'aimable collaboration de M. Robert Thys, docteur en droit et trader retraité.*

### Instruments

Les *instruments financiers*, c'est-à-dire, tout ce qui s'échange sur un marché financier, sont soit des actifs financiers soit, et de plus en plus, des produits dérivés. Les *actifs financiers* sont, pour leur part, des titres mobiliers ou des contrats financiers dont la valeur est directement fixée par le marché. Pour les *produits dérivés*, c'est plus compliqué. Leur valeur est influencée, certes, par le marché, mais en premier lieu par celle des produits desquels ils dérivent<sup>1</sup>.

Un *titre mobilier (security)*, aussi appelé *valeur mobilière*, est un titre (de propriété ou de créance) supposé rapporter une rémunération à son détenteur. Parmi les titres, on trouve typiquement les actions et les obligations.

Une *action (share/stock/equity)* correspond à un titre de propriété sur une fraction du capital d'une société. Une hausse du titre permet de dégager une plus-value à la vente. On se souvient, *a contrario*, de la chute de valeur de l'action Fortis qui, entre septembre et décembre 2008, a perdu plus de 90 % de sa valeur. Cela signifie que si vous aviez acheté en août des actions Fortis pour une valeur de 1000 euros et que vous revendiez ces mêmes actions en décembre, vous n'en touchiez plus que 100 euros.

Une *obligation (bond)* est un titre de créance représentatif d'un emprunt. Dans ce cas, il s'agit indirectement, pour un particulier ou une société, de prêter de l'argent à une entreprise, ou à l'État, en contrepartie d'un intérêt. La crise que connaît la Grèce actuellement est largement liée au volume très important de ses emprunts sous forme d'obligations. Ce pays, comme les autres, recourt à l'emprunt sur les marchés pour financer certaines de ses dépenses courantes ou d'investissement. Les investisseurs présents sur le marché ont donc la possibilité d'« acheter de la dette grecque », c.-à-d. de prêter de l'argent à la Grèce par l'achat d'obligations d'État. Les problèmes commencent quand l'organisme emprunteur n'est plus considéré comme étant en mesure de rembourser.

### Marchés<sup>2</sup>

On distingue généralement deux canaux par lesquels les échanges de biens, de monnaies ou d'instruments financiers peuvent avoir lieu :

- Le *marché organisé* (la Bourse), lieu matériel, ou maintenant, le plus souvent, virtuel, qui organise les échanges entre vendeurs et acheteurs. L'achat d'obligations grecques se fait principalement en Bourse, par exemple.

<sup>1</sup> Sur ce sujet, voir l'analyse de Bernard Bayot, *Les Produits dérivés*, <http://www.financite.be/s-in-former/bibliotheque,fr,11,3,2,1,2971.html>

<sup>2</sup> Sur les marchés financiers, voir *Les différents marchés financiers* sur <http://www.easybourse.com/bourse/pedagogie/fiche/les-differents-marches-financiers-57>.

- Le *marché de gré à gré* (« OTC » : *over-the-counter*) sur lequel la transaction s'opère directement entre le vendeur et l'acheteur qui, ensemble, en fixent les modalités. La vente par l'État belge d'actions Fortis à BNP Paribas, par exemple, était une transaction de gré à gré.

Outre cette différenciation dans la méthode, on peut aussi classifier les marchés en fonction des produits qui y sont négociés. La première grande catégorie est celle des marchés liés aux taux d'intérêt, sur lesquels sont échangés des instruments financiers. On y distingue :

- le *marché monétaire*, sur lequel les institutions financières publiques ou privées peuvent placer leurs avoirs ou emprunter à court terme ;
- le *marché des capitaux*, qui comprend
  - > le *marché des actions*,
  - > le *marché des obligations*<sup>3</sup>, soit le plus important marché financier du monde.

Le marché des taux d'intérêt peut être mieux compris en faisant encore une fois appel à l'exemple grec. Le problème pour ce pays, comme pour tout organisme en difficulté de paiement, est que le taux d'intérêt de sa dette varie en fonction du cours du marché : si plus personne ne veut acheter les obligations grecques, de peur de perdre définitivement l'argent investi, les cours s'effondrent et inversement le taux théorique de rendement s'envole. Cette prime offerte par le taux plus élevé est censée inciter d'éventuels investisseurs à « acheter de la dette », en bénéficiant d'une prime de risque. Mais plus l'intérêt est élevé, plus il est difficile pour l'emprunteur de se refinancer et plus on se rapproche alors du risque de défaut – de faillite. L'actualité démontre la grande émotivité des acteurs de la finance (crise grecque, dette étasunienne, etc.) et l'âpreté des investisseurs potentiels. Personne ne veut perdre. Alors intervient éventuellement un prêteur ou garant en dernier ressort, l'Union européenne ou le Fonds monétaire international.

Outre les marchés sur lesquels s'échangent des instruments financiers, on en trouve d'autres, tout aussi importants :

- le *marché des changes* (ou *Forex*), sur lequel les devises sont échangées. C'est sur ce marché que fluctuent le taux de change entre l'euro et le dollar notamment, mais aussi le franc suisse, le yen, le renminbi ou le rouble. Ce marché, très volatil<sup>4</sup>, est aussi réputé pour être le marché le plus liquide<sup>5</sup> au monde. La taxe Tobin, telle qu'elle était envisagée à l'origine ne portait que sur les transactions de change.
- les *marchés des matières premières (commodities)*. Sur ces marchés s'échangent, en lots standardisés, des matières premières agricoles ou énergétiques, mais aussi des métaux. C'est sur ce marché que sont notamment fixés les prix du pétrole, de l'or, du lait, du jus d'orange, du café, du blé, etc. La politique agricole commune (PAC) mise en place par l'Union européenne est un moyen (protectionniste) de ne pas subir de manière directe les prix du marché des matières premières.

## Acteurs du marché

<sup>3</sup> Sur les obligations, voir *Les obligations: Qu'est-ce qu'une obligation* sur [http://www.guide-finance.ch/ica\\_french/les\\_marches/les\\_obligations/description\\_obligation/wcda1.html](http://www.guide-finance.ch/ica_french/les_marches/les_obligations/description_obligation/wcda1.html) et l'analyse de Bernard Bayot, *Faut-il supprimer l'intérêt ?*, <http://www.financite.be/s-in-former/bibliotheque.fr.11.3.2.1.2762.html>

<sup>4</sup> La volatilité est à l'ampleur des variations du cours d'un produit financier sur une période donnée. Elle sert à évaluer les risques sur un actif financier.

<sup>5</sup> Un marché liquide signifie qu'il est facile de s'y échanger des produits financiers. Quand un marché est très liquide, il est plus facile et meilleur marché (puisque l'écart entre le prix offert et le prix demandé est serré) d'y réaliser des transactions.

Les acteurs présents sur les marchés financiers peuvent schématiquement être divisés en trois catégories : les émetteurs, les investisseurs et les intermédiaires. Les émetteurs sont généralement des entreprises qui vendent des actifs financiers en échange de liquidités. Les investisseurs achètent ces actifs en espérant engranger une plus-value sur leur revente ou en les conservant pour toucher les intérêts. Les intermédiaires, pour leur part, s'attachent à mettre en relation émetteurs et investisseurs, c'est le rôle des courtiers notamment.

Sur le marché des capitaux, par exemple, les premiers acteurs sont des entreprises privées ou semi-publiques qui émettent des actions ou des emprunts obligataires. Ces titres sont, typiquement, acquis par des banques d'investissement qui les remettent sur le marché des capitaux et en gardent éventuellement une partie dans leur propre portefeuille.

Face à cette vision toute théorique, la réalité du terrain offre une complexité impressionnante. Dérégulation aidant, parmi les participants aux activités de marché, on compte, outre les émetteurs et les banques d'investissement, des institutions financières privées (gestionnaires de fonds, *hedge funds*, fonds de pension) ou publiques (fonds d'investissement étatiques), ainsi que, dans une moindre mesure, des sociétés privées et des particuliers.

À un échelon plus concret, les banques et fonds d'investissement exercent normalement leurs activités boursières à partir d'une salle de marché, connectée aux systèmes informatiques des Bourses. Dans ces banques, les *traders*, ou opérateurs de marché, agissent soit pour le compte propre de leur employeur, soit comme intermédiaires agissant pour rencontrer les intérêts de leurs clients investisseurs.

Il est difficile de quantifier le volume et le nombre de transactions effectuées quotidiennement par un opérateur. Tout dépend des opportunités de marché, de la volatilité des cours et des stratégies. Un *trader* peut réaliser quelques opérations par jour, ou plusieurs centaines, mais cela reste sans commune mesure avec le phénomène grandissant de l'*algotrading*<sup>6</sup>.

### Le trading algorithmique (ou *algotrading* ou encore *trading à haute fréquence*)

Les racines de cette pratique remontent à l'époque, pas si lointaine, où l'informatique s'est invitée à tous les stades de l'activité sur titres ou autres produits financiers. Son rôle sur la Bourse revêt depuis une importance grandissante pour l'acquisition et la transmission des ordres. Il s'agit d'être le premier à recevoir et traiter les informations, puis surtout d'être à même d'introduire les ordres de Bourse dans un laps de temps suffisamment court pour devancer les ordres similaires provenant d'autres acteurs du marché.

Les acteurs de la Bourse ont, depuis quelques années maintenant, compris les avantages que pouvaient offrir les algorithmes dans le cadre d'une utilisation boursière. Un algorithme est une méthode, un processus créé pour traiter un problème donné à partir de différentes informations. En combinant certaines variables, un algorithme peut ainsi prédire, avec une marge d'erreur limitée, l'évolution du marché. À titre d'exemple, si vous détenez des actions dans une entreprise active dans les nouvelles technologies, un programme réalisé avec des algorithmes, en examinant le marché, et notamment en suivant les autres entreprises actives dans le même secteur, pourra prédire les montées et baisses des cours pour vos actions.

Les ordinateurs sont aujourd'hui programmés pour traiter l'information de manière autonome de sorte que l'*algotrading* renvoie à deux réalités distinctes : les opérations assistées par des algorithmes et les

---

<sup>6</sup> Sur ce sujet, voir l'article de Victor Lebreton, *Le trading algorithmique*, 19/03/09.  
[http://hal.archives-ouvertes.fr/docs/00/36/93/14/PDF/LE\\_TRADING\\_ALGORITHMIQUE\\_sh.pdf](http://hal.archives-ouvertes.fr/docs/00/36/93/14/PDF/LE_TRADING_ALGORITHMIQUE_sh.pdf),

opérations réalisées par des algorithmes. Dans le premier cas, des logiciels sont utilisés pour indiquer au *trader* quand réaliser certaines opérations. Ce dernier a donc toujours le dernier mot et demeure libre de l'exécuter ou non.

Mais le phénomène réellement révolutionnaire de ce début de millénaire est une large automatisation des transactions. Des logiciels lancent aujourd'hui de manière autonome des ordres d'achat et de vente sur le marché. Cette pratique est responsable, selon les marchés, de 50 à 60 % des volumes traités en Bourse, voire plus. Clairement déconnectée de l'économie réelle, cette forme d'*algotrading* peut s'expliquer par la conjonction de deux phénomènes : la globalisation et l'informatisation. La première a conduit à des économies d'échelle à la suite des fusions des places boursières et, par voie de conséquence, à une baisse des coûts de transaction. La seconde a successivement conduit à ce que les ordres puissent être engagés électroniquement, également à un coût de transaction moindre et à une vitesse toujours croissante.

Les programmes, qui interagissent avec la Bourse selon une stratégie planifiée par leurs concepteurs, sont capables de lancer une multitude d'ordres simultanément, et éventuellement de les annuler en tout ou en partie dans la fraction de seconde qui suit. On parle ici non plus de centièmes de secondes, mais de millisecondes. Pour gagner en vitesse, les principaux acteurs de l'*algotrading* localisent physiquement leurs ordinateurs dans un rayon de quelques mètres de la salle d'ordinateur de la Bourse sur laquelle ils travaillent, dans des espaces qui leur sont loués par les Bourses elles-mêmes. La force de cette pratique réside dans cette multitude de transactions qui ne rapportent chacune qu'un très faible profit, mais qui, prises dans leur ensemble, sont très rentables.

#### Taxer les transactions financières : quelle influence sur les pratiques et acteurs du marché ?

De nombreuses études sur les effets d'une taxation des transactions financières sur les marchés ont été menées – la plupart « à charge ». L'idée d'une « taxe » nouvelle heurte les opérateurs financiers. Tout dépendra du taux de la taxe, et de son assiette.

Par exemple, en admettant qu'actuellement le coût pour la vente d'un instrument financier soit nul, ou à peu près :

- si un acteur achète une action pour une valeur de 100 €,
- pour faire du profit, il doit pouvoir la revendre à un prix supérieur à 100 €.

Si maintenant on taxe la vente du même instrument à 10 points de base, soit 0,10 %,

- en admettant le même achat d'une action de valeur 100 €,
- pour faire du profit, l'acteur doit vendre, cette fois, à un prix supérieur à 100,10 €.

De ce point de vue, taxer les transactions financières à dix points de base ne semble pas vraiment faire de différence. Pourtant, les marges du *trading* algorithmique sont tellement faibles que cette pratique serait sans doute bouleversée par une telle mesure. Le problème réside surtout dans les conséquences indirectes de la taxe : évasion fiscale, baisse de la liquidité<sup>7</sup>, etc.

Robert Thys, ancien *trader*, cadre en banque et en Bourse et ami du Réseau Financement Alternatif, estime que taxer les transactions financières est non seulement réalisable, mais aussi souhaitable, maintenant plus que jamais. Il défend l'idée d'une taxe universelle à un taux très faible, de l'ordre d'un point de base au maximum. Une taxe, même à ce taux, dégagerait des sommes très considérables (des dizaines de milliards d'euros) qui pourraient être investies dans l'aide au développement, l'accès à l'eau, le combat contre le réchauffement, et toutes causes humanitaires que personne, dans la crise que nous vivons, ne pourrait décemment combattre. Cette taxe très faible ne gênerait (et encore) précisément que l'*algotrading*, qui deviendrait un peu moins profitable et s'en trouverait quelque peu réduit. Or, cette

---

<sup>7</sup> Au sujet des autres problèmes avancés à l'encontre d'une TTF, voir l'analyse « La taxe Tobin, une idée pas toute jeune »

pratique actuelle du marché est précisément un vecteur de risque systémique que l'on souhaite, à bon droit, réduire autant que possible. Tout cela sans entraver le libre fonctionnement du marché « normal » de l'investissement et du placement en valeurs mobilières.

Jérémy Nellis

Août 2011.