

BELGISCHE KAMER VAN
VOLKSVERTEGENWOORDIGERS

21 oktober 2016

**GEDACHTEWISSELING
EN HOORZITTINGEN**

**over de taks op
financiële transacties**

VERSLAG

NAMENS DE COMMISSIE
VOOR DE FINANCIËN EN DE BEGROTING
UITGEBRACHT DOOR
DE HEER **Roel DESEYN**

INHOUD

Blz.

- | | |
|---|----|
| I. Gedachtewisseling met de minister van Financiën, belast met Bestrijding van de fiscale fraude en met mevrouw Anne Leclercq, <i>Director Treasury & Capital Markets</i> , Agentschap van de Schuld..... | 3 |
| II. Hoorzitting met mevrouw Carola Maggiulli (Europese Commissie) en met de heren Lieven Denys (VUB) en Gunther Wuyts (KULeuven)..... | 21 |
| Bijlagen..... | 39 |

CHAMBRE DES REPRÉSENTANTS
DE BELGIQUE

21 octobre 2016

**ÉCHANGE DE VUES
ET AUDITIONS**

**relatifs à la taxe sur les
transactions financières**

RAPPORT

FAIT AU NOM DE LA COMMISSION
DES FINANCES ET DU BUDGET
PAR
M. **Roel DESEYN**

SOMMAIRE

Pages

- | | |
|---|----|
| I. Échange de vues avec le ministre des Finances, chargé de la Lutte contre la fraude fiscale et avec Mme Anne Leclercq, <i>Director Treasury & Capital Markets</i> , Agence de la dette..... | 3 |
| II. Audition de Mme Carola Maggiulli (Commission européenne) et de MM. Lieven Denys (VUB) et Gunther Wuyts (KULeuven) | 21 |
| Annexes..... | 39 |

**Samenstelling van de commissie op de datum van indiening van het verslag/
Composition de la commission à la date de dépôt du rapport**

Voorzitter/Président: Eric Van Rompuy

A. — Vaste leden / Titulaires:

N-VA Peter Dedecker, Robert Van de Velde, Hendrik Vuye,
Veerle Wouters
PS Stéphane Crusnière, Ahmed Laaouej, Alain Mathot
MR Gautier Calomne, Benoît Piedboeuf, Vincent
Scourneau
CD&V Roel Deseyn, Eric Van Rompuy
Open Vld Luk Van Biesen, Carina Van Cauter
sp.a Peter Vanvelthoven
Ecolo-Groen Georges Gilkinet
cdH Benoît Dispa

B. — Plaatsvervangers / Suppléants:

Peter Buysrogge, Inez De Coninck, Peter De Roover, Bart De Wever,
Johan Klaps
Frédéric Daerden, Emir Kir, Eric Massin, Sébastien Pirlot
Olivier Chastel, Philippe Goffin, Kattrin Jadin, Damien Thiéry
Hendrik Bogaert, Griet Smaers, Jef Van den Bergh
Patricia Ceysens, Dirk Van Mechelen, Frank Wilrycx
Karin Temmerman, Dirk Van der Maelen
Meyrem Almaci, Jean-Marc Nollet
Michel de Lamotte, Catherine Fonck

C. — Niet-stemgerechtigde leden / Membres sans voix délibérative:

VB Barbara Pas
PTB-GOI Marco Van Hees
DéFI Olivier Maingain

N-VA	:	Nieuw-Vlaamse Alliantie
PS	:	Parti Socialiste
MR	:	Mouvement Réformateur
CD&V	:	Christen-Democratisch en Vlaams
Open Vld	:	Open Vlaamse liberalen en democraten
sp.a	:	socialistische partij anders
Ecolo-Groen	:	Ecologistes Confédérés pour l'organisation de luttes originales – Groen
cdH	:	centre démocrate Humaniste
VB	:	Vlaams Belang
PTB-GOI	:	Parti du Travail de Belgique – Gauche d'Ouverture
DéFI	:	Démocrate Fédéraliste Indépendant
PP	:	Parti Populaire
Onafh./Indép.	:	Onafhankelijk / Indépendant

Afkortingen bij de nummering van de publicaties:		Abréviations dans la numérotation des publications:	
DOC 54 0000/000:	Parlementair document van de 54 ^e zittingsperiode + basisnummer en volgnummer	DOC 54 0000/000:	Document parlementaire de la 54 ^e législature, suivi du n° de base et du n° consécutif
QRVA:	Schriftelijke Vragen en Antwoorden	QRVA:	Questions et Réponses écrites
CRIV:	Voorlopige versie van het Integraal Verslag	CRIV:	Version Provisoire du Compte Rendu intégral
CRABV:	Beknopt Verslag	CRABV:	Compte Rendu Analytique
CRIV:	Integraal Verslag, met links het definitieve integraal verslag en rechts het vertaald beknopt verslag van de toespraken (met de bijlagen)	CRIV:	Compte Rendu Intégral, avec, à gauche, le compte rendu intégral et, à droite, le compte rendu analytique traduit des interventions (avec les annexes)
PLEN:	Plenum	PLEN:	Séance plénière
COM:	Commissievergadering	COM:	Réunion de commission
MOT:	Moties tot besluit van interpellaties (beigekleurig papier)	MOT:	Motions déposées en conclusion d'interpellations (papier beige)

Officiële publicaties, uitgegeven door de Kamer van volksvertegenwoordigers	Publications officielles éditées par la Chambre des représentants
Bestellingen: Natieplein 2 1008 Brussel Tel.: 02/ 549 81 60 Fax: 02/549 82 74 www.dekamer.be e-mail: publicaties@dekamer.be	Commandes: Place de la Nation 2 1008 Bruxelles Tél.: 02/ 549 81 60 Fax: 02/549 82 74 www.lachambre.be courriel: publications@lachambre.be
De publicaties worden uitsluitend gedrukt op FSC gecertificeerd papier	Les publications sont imprimées exclusivement sur du papier certifié FSC

DAMES EN HEREN,

Uw commissie heeft op haar vergadering van dinsdag 2 februari 2016 een gedachtewisseling gehouden met de minister van Financiën, belast met de Bestrijding van de fiscale fraude en met mevrouw Anne Leclercq, *Director Treasury & Capital Markets*, Agentschap van de Schuld.

Tijdens haar vergadering van woensdag 13 april 2016 heeft uw commissie over hetzelfde thema een hoorzitting georganiseerd met de heren Lieven Denys (VUB) en Gunther Wuyts (KULeuven) en mevrouw Carola Maggiulli (Europese Commissie).

I. — GEDACHTEWISSELING MET DE MINISTER VAN FINANCIËN, BELAST MET BESTRIJDING VAN DE FISCALE FRAUDE EN MET MEVROUW ANNE LECLERCQ, DIRECTOR TREASURY & CAPITAL MARKETS, AGENTSCHAP VAN DE SCHULD

A. Uiteenzetting van mevrouw Anne Leclercq, *Director Treasury & Capital Markets*, Agentschap van de Schuld.

1. Enkele cijfers over de Federale Staatsschuld

Mevrouw Anne Leclercq, *Director Treasury & Capital Markets*, Agentschap van de Schuld, geeft vooreerst een aantal cijfers over de federale overheidsschuld. De uitstaande schuld van België beloopt momenteel 389,6 miljard euro. Ongeveer 80 % van die schuld wordt gefinancierd door obligatieleningen (OLO's). Het gewogen gemiddelde van de schuld bij uitgifte bedraagt 2,86 %, de gemiddelde looptijd van de schuld ongeveer 8 jaar. Sinds 2010 is de gemiddelde looptijd gestegen met 2 jaar. Zodoende is de Belgische overheid beter beschermd tegen een eventuele stijging van de rentevoeten. Een stijging van de rente met 10 basispunten per jaar, doet de financieringskosten jaarlijks stijgen met ongeveer 50 miljoen euro.

2. De invloed van de taks op financiële transacties op de liquiditeit in overheidsobligaties en kost van de Staatsschuld

De spreker legt uit dat de prijs van een overheidsobligatie wordt bepaald door exogene en endogene factoren maar ook door de liquiditeit van het product. Een liquide overheidsobligatiemarkt vertaalt zich in een kleine marge tussen de aankoop/verkoopprijs waardoor het gemakkelijk verhandelbaar is en het kenmerk "near-cash" krijgt.

MESDAMES, MESSIEURS,

Au cours de sa réunion du mardi 2 février 2016, votre commission a organisé un échange de vues avec le ministre des Finances, chargé de la Lutte contre la fraude fiscale et avec Mme Anne Leclercq, *Director Treasury & Capital Markets*, Agence de la dette.

Au cours de sa réunion du mercredi 13 avril 2016, votre commission a organisé, sur le même thème, une audition de MM. Lieven Denys (VUB) et Gunther Wuyts (KUL) et de Mme Carola Maggiulli (Commission européenne).

I. — ÉCHANGE DE VUES AVEC LE MINISTRE DES FINANCES, CHARGÉ DE LA LUTTE CONTRE LA FRAUDE FISCALE ET AVEC MME ANNE LECLERCQ, DIRECTOR TREASURY & CAPITAL MARKETS, AGENCE DE LA DETTE

A. Exposé de Mme Anne Leclercq, *Director Treasury & Capital Markets*, Agence de la dette

1. Quelques chiffres à propos de la dette de l'État fédéral

Mme Anne Leclercq, *Director Treasury & Capital Markets*, Agence de la dette, commence par présenter un certain nombre de chiffres relatifs à la dette de l'État fédéral. Actuellement, l'encours de la Belgique s'élève à 389,6 milliards d'euros. Quelque 80 % de cette dette sont financés à l'aide d'emprunts obligataires (OLO). À l'émission, la moyenne pondérée de la dette atteint 2,86 %, alors que la durée moyenne de la dette s'élève à 8 ans environ. Depuis 2010, la durée moyenne a augmenté de 2 ans. L'autorité belge est ainsi mieux protégée contre une éventuelle hausse des taux d'intérêt. Une hausse des taux de 10 points de base par an entraîne une augmentation annuelle des coûts de financement de quelque 50 millions d'euros.

2. L'incidence de la taxe sur les transactions financières sur la liquidité des obligations d'État et le coût de la dette publique

L'oratrice explique que le prix d'une obligation d'État est fixé par des facteurs exogènes et endogènes, mais aussi par la liquidité du produit. Un marché d'obligations d'État liquide se traduit par une marge limitée entre le prix d'achat et de vente; il est dès lors facilement négociable et est qualifié de "near cash".

Liquiditeit compenseert het lage rendement van overheidsobligaties, maakt het product aantrekkelijk en verhoogt de vraag. Een liquide secundaire markt is een perfecte voorspeller van de kostprijs van een nieuwe emissie. Investeerders vragen een hogere emissiepremie ingeval van verminderde liquiditeit. Liquiditeit bepaalt mede de kost van de staatsschuld.

OLO's zijn niet noodzakelijk liquide en vragen een continue marketinginspanning en een continue transparante prijszetting door *primary dealers* (banken) die intermediëren en de verplichting hebben om markt te maken dit wil zeggen een prijs te maken voor elke uitstaande obligatie.

De taks op financiële transacties belast niet de transacties in overheidsobligaties, maar wel de transacties in derivaten, swaps en futures prorata de looptijd. De bank als marktmaker maar ook andere investeerders gebruiken derivaten als beheersinstrument van een obligatieportefeuille. Een taks op financiële transacties op derivaten zal automatisch doorgerekend worden in de prijsbepaling van de obligatie naar de markt, naar de eindinvesteerder. Dit leidt tot een verbreding van de marge tussen aankoop/verkoopprijs en dus een vermindering van de liquiditeit. Dit is zelfversterkend mechanisme en leidt tot minder interesse vanwege investeerders, tot een hoger rendement bij nieuwe uitgaven van overheidsobligaties en hogere kost van de staatsschuld.

De volumes van overheidsobligaties op de secundaire markt zijn recent aan het dalen. In de periode 2014-2015 is het volume dat verhandeld wordt tussen de banken onderling (*interdealers*) gedaald met 20 %, het volume tussen de banken en de investeerders (*customers*) met 15 % (zie bijlage, grafiek op pagina 6). De volumedaling in België is gelijkaardig met die van Frankrijk, Duitsland en Polen. De sterke stijging van de volumes voor het Europees Stabieleitsmechanisme is te wijten aan het feit dat dit mechanisme nog maar sinds enkele jaren operationeel is. De volumestijging in Portugal wordt veroorzaakt door het feit dat Portugal sinds kort terug toegang heeft tot de financiële markten. Mevrouw Leclercq benadrukt dat deze dalende volumes de voorspelbaarheid en de kwaliteit van de secundaire marktprijzen negatief beïnvloeden.

Het gevolg van een verminderde liquiditeit is dat de investeerders een premie gaan vragen voor deze grotere onzekerheid. Sinds de tweede helft van 2015 is er een duidelijke stijging merkbaar van deze premie (zie bijlage,

La liquidité compense le faible rendement des obligations d'État, rend le produit attractif et en augmente la demande. Un marché secondaire liquide est un signe annonciateur parfait du coût d'une nouvelle émission. Les investisseurs réclament une prime d'émission plus élevée lorsque la liquidité diminue. La liquidité contribue à déterminer le coût de la dette publique.

Les OLO ne sont pas nécessairement liquides et requièrent un effort de marketing constant et une transparence constante dans la fixation des prix par les *primary dealers* (les banques) qui servent d'intermédiaires et sont tenus de faire le marché, c'est-à-dire de fixer un prix pour tout encours obligataire.

La taxe sur les transactions financières ne frappe pas les transactions sur obligations d'État, mais bien les transactions sur produits dérivés, les *swaps* et *futures* en fonction de leur durée. La banque, en sa qualité de teneur du marché, mais également d'autres investisseurs recourent aux produits dérivés comme instrument de gestion d'un portefeuille d'obligations. Une taxe sur les transactions financières sur produits dérivés sera automatiquement répercutée dans la fixation du prix de l'obligation à destination du marché, de l'investisseur final. Elle entraînera un élargissement de la marge entre les prix d'acquisition et de vente et donc une réduction de la liquidité. Elle aura pour effets de renforcer automatiquement le mécanisme, de réduire l'intérêt manifesté par les investisseurs, d'augmenter le rendement des nouvelles émissions d'obligations d'État et d'accroître le coût de la dette publique.

Les volumes d'obligations d'État sur le marché secondaire montrent depuis peu une tendance à la baisse. Durant la période 2014-2015, le volume qui a été négocié entre banques (*interdealers*) a chuté de 20 %, tandis que le volume entre les banques et les investisseurs (*customers*) a diminué de 15 % (cf. annexe, graphique de la page 6). La baisse de volume observée en Belgique est comparable à celle constatée en France, Allemagne et Pologne. La forte hausse des volumes dans le cadre du Mécanisme européen de stabilité est due au fait que ce mécanisme n'est opérationnel que depuis quelques années. La hausse de volume observée au Portugal s'explique par le fait que le Portugal n'a de nouveau accès aux marchés financiers que depuis peu. Mme Leclercq souligne que ces baisses de volume ont une incidence négative sur la prévisibilité et la qualité des prix sur le marché secondaire.

La diminution de la liquidité pousse les investisseurs à demander une prime en raison de ce surcroît d'incertitude. Depuis le second semestre de 2015, on observe une nette augmentation de cette prime (cf. annexe,

grafiek op pagina 7). Mevrouw Leclercq voorspelt dat deze premies in de toekomst alleen maar gaan stijgen.

De *spread* (het renteverskil tussen de Belgische en de Duitse OLO's) is sinds begin 2015 met 20 basispunten gestegen en bedraagt nu ongeveer 40 basispunten.

3. De invloed van de taks op financiële transacties in het bijzonder op België

De instelling van een taks op financiële transacties zal volgens de spreker een scheeftrekking veroorzaken tussen de landen die de taks instellen onderling en de landen die de taks niet instellen. De vermindering in liquiditeit zal een grotere impact hebben op kleinere landen zoals België. Investeerders in overheidspapier van landen van de eurozone zullen nog sneller kiezen voor grote landen zoals Duitsland, Frankrijk en Italië omdat de liquiditeit er toch nog altijd beter is. Minder vraag naar overheidspapier verhoogt de kost van de toch al zware Belgische staatschuld. Bovendien dreigt er een *outflow* van investeringsfondsen naar Nederland en Luxemburg die twee belangrijke centra zijn voor de uitgifte en het beheer van fondsen en pensioenfondsen. London dreigt nog belangrijker te worden als financieel centrum voor euro-instrumenten.

4. De invloed van de taks op financiële transacties op de reële economie

De stijging van kostprijs van overheidsobligaties zal doorsijpelen in de reële economie daar ze een *benchmark* zijn voor de prijszetting van financiële instrumenten naar de consument toe, bijvoorbeeld hypothecaire kredieten. Een stijging van de kostprijs van indekkingsinstrumenten zal een invloed hebben op de rentabiliteit van het indekkingsbeleid van de bedrijven, pensioenfondsen en verzekeraars.

Indien pensioenfondsen en verzekeraars bovendien zelf belast worden door de instelling van de taks op financiële transacties, zullen zij dat zeker doorrekenen aan de consument. In bepaalde mate zullen ze ook hun fondsenbeheer delokaliseren. Bedrijven matchen hun *Asset* en *Liability flows* via derivaten en dan vooral *swaps*. In de huidige formulering van de taks (0.01 % *pro rata*) zal de invloed op de prijszetting van de *swaps* veel hoger zijn dan op de andere derivaten.

graphique de la page 7). Mme Leclercq prévoit que ces primes continueront à grimper dans le futur.

Le *spread* (le différentiel entre les OLO belges et allemands) a augmenté de 20 points de base depuis le début de 2015 et s'élève aujourd'hui à environ 40 points de base.

3. Les effets de la taxe sur les transactions financières en ce qui concerne plus particulièrement la Belgique

L'intervenante estime que la création d'une taxe sur les transactions financières entraînera une double distorsion, d'une part, entre les différents pays qui auront instauré cette taxe et, d'autre part, entre ce groupe de pays et ceux qui n'auront pas instauré la taxe. La diminution de la liquidité aura un impact plus important sur les pays de petite taille, comme la Belgique. Les investisseurs qui souhaitent réaliser des placements en titres publics de pays membres de la zone euro auront encore davantage tendance à privilégier des pays plus grands comme l'Allemagne, la France et l'Italie, qui présentent tout de même encore une meilleure liquidité. La diminution de la demande de titres publics entraînera une augmentation du coût de la dette publique belge, qui est déjà conséquent. Vient s'y ajouter le risque d'*outflow* de fonds d'investissement vers les Pays-Bas et le Luxembourg, qui sont deux centres importants d'émission et de gestion de fonds et de fonds de pension. Le rôle de Londres en tant que centre financier pour les instruments d'investissement en euros risque encore de s'accroître.

4. Les effets de la taxe sur les transactions financières au niveau de l'économie réelle

L'augmentation du coût des obligations publiques se répercutera sur l'économie réelle, car celles-ci constituent un *benchmark* pour la fixation du prix des instruments financiers proposés au consommateur, comme par exemple les crédits hypothécaires. Une augmentation du coût des instruments de couverture aura une incidence sur la rentabilité de la politique de couverture des entreprises, des fonds de pension et des assurances.

De plus, si les fonds de pension et les assurances sont eux-mêmes taxés à la suite de l'instauration de la taxe sur les transactions financières, ils répercuteront inévitablement ce coût sur le consommateur. Ils opéreront également dans une certaine mesure pour une délocalisation de la gestion de leurs fonds. Les entreprises contrôlent leurs flux d'actifs et de passifs (*Asset and Liability flows*) à l'aide de produits dérivés — principalement des *swaps*. Telle qu'elle est formulée

Dit zal dus vergelijkbare bedrijven in België benadelingen tegenover landen die de taks niet instellen (de out-landen).

5. Inkomsten uit de taks op financiële transacties zijn onzeker en vormen daarom een risico vanuit begrotingsstandpunt

De beurstaks dat eigenlijk een eenvoudige en vrij voorspelbare heffing is, zou worden vervangen door de taks op financiële transacties.

Op basis van een mogelijke opbrengst op overheidsgerelateerde *futures* wordt voor een Belgische grootbank de opbrengst van de taks op financiële transacties geraamd op 2,5 miljoen euro.

De volumes in belastbare derivaten zijn sterk gekoppeld aan de toestand van de financiële markten en moeilijk voorspelbaar. *Futures* worden voornamelijk gebruikt als beheersinstrument voor portefeuilles van overheidsobligaties. Het volume is onmiddellijk gecorreleerd met het volume in overheidsobligaties.

Derivaten en *futures* zijn heel makkelijk delokaliseerbaar. *Futures* op overheidsobligaties worden verhandeld op EUREX in Frankfurt. Eurex heeft eveneens een stek in Londen.

B. Vragen en opmerkingen van de leden

De heer Benoît Piedboeuf (MR) heeft begrepen dat de instelling van een financiële transactietaks (FTT) zal leiden tot hogere transactiekosten, door de grotere marge tussen aankoop/verkoopprijs in een krimpende markt. Dat maakt ook de financiering van de staatschuld duurder. Dat risico wordt trouwens groter wanneer niet alle lidstaten van de Europese Unie die FTT toepassen. Welke impact heeft dit risico op een klein land als België?

De heer Luk Van Biesen (Open Vld) vraagt naar de reële en totale kostprijs van een FTT op de Federale Staatsschuld bij toepassing van de FTT op alle derivaten op overheidsobligaties tegen een tarief van 0,01 %. Hij heeft ter zake geen concrete informatie ontvangen.

De heer Eric Van Rompuy (CD&V) deelt deze zorg omdat het Agentschap van de Schuld de opbrengst van

à l'heure actuelle (0,01 % au prorata), la taxe influencera bien plus la fixation du prix des *swaps* que celle des autres produits dérivés, ce qui handicapera les entreprises établies en Belgique par rapport aux entreprises comparables situées dans des pays qui n'instaurent pas la taxe (*pays out*).

5. Les revenus générés par la taxe sur les transactions financières sont incertains et représentent dès lors un risque du point de vue budgétaire

La taxe boursière, qui est en réalité un prélèvement simple et relativement prévisible, serait remplacée par la taxe sur les transactions financières.

Sur la base du produit éventuel des contrats à terme sur emprunts d'État (*futures*), la taxe sur les transactions financières est estimée à 2,5 millions d'euros pour une grande banque belge.

Les volumes en dérivés imposables sont étroitement liés à la situation des marchés financiers et difficilement prévisibles. Les contrats à terme sont principalement utilisés comme des instruments de gestion de portefeuilles d'obligations d'État. Le volume est immédiatement corrélé au volume d'obligations d'État.

Les produits dérivés et les contrats à terme sont si faciles à délocaliser. Les contrats à terme sur obligations d'État sont échangés sur Eurex à Francfort. Eurex a également une implantation à Londres.

B. Questions et observations des membres

M. Benoît Piedboeuf (MR) prend acte que l'instauration d'une taxe sur les transactions financières (TTF) entraînera une augmentation des coûts de transaction générée par la hausse des écarts entre les cours acheteur et vendeur dans un marché où les volumes se seront contractés. Il en découle une augmentation du coût du refinancement de la dette publique. Par ailleurs, ce risque est encore plus aigu si tous les États membres de l'Union européenne n'appliquent pas cette TTF. Quel est l'impact de ce risque pour un petit pays comme la Belgique?

M. Luk Van Biesen (Open Vld) s'interroge quant au coût réel et total d'une TTF sur la dette publique de l'État fédéral si la TTF devait être appliquée à tous les produits dérivés liés aux obligations d'État à un taux de 0,01 %. Il n'a pas à ce stade reçu d'informations concrètes.

M. Eric Van Rompuy (CD&V) partage la même préoccupation dès lors que l'Agence de la dette évalue,

de FTT op 2,5 miljoen euro raamt, in verband met de termijncontracten (*futures*) op overheidsobligaties. Dat is heel weinig.

De heer Roel Deseyn (CD&V) wil eveneens meer verduidelijkingen over de evaluatie van de opbrengst van de FTT en de eventuele gevolgen van een verschuiving van de futures-transacties naar landen die het FTT-mechanisme niet zullen toepassen.

Omdat elke fiscale maatregel automatisch gevolgen heeft voor de markt, moet men zich trouwens de vraag stellen of het niet ingewikkelder zal zijn om de FTT in te voeren dan te werken met alternatieve oplossingen die dezelfde doelstellingen van financiële stabiliteit en financiering van ontwikkelings- en milieubeleid beogen.

De heer Dirk Van der Maelen (sp.a) is verbaasd over de teneur van de huidige bespreking omdat de persmededeling na afloop van de Raad Economische en Financiële Zaken van 8 december 2015¹ (zie bijlage 1) geenszins gewag maakt van de moeilijkheden die het Agentschap van de Schuld uiteenzet. Hoe komt het dat die bezwaren nu geuit worden, terwijl het voorstel van de 10 landen die aan de “nauwere samenwerking” deelnemen, er in alle talen over zwijgt?

Het lid vraagt ook of het mogelijk is om de opbrengst van de FTT bij vrijstelling voor de *futures* op overheidsobligaties te ramen. Indien de FTT in zijn huidige versie een theoretische opbrengst van 100 oplevert, hoeveel blijft er over wanneer een vrijstelling voor derivaten op overheidsobligaties wordt ingevoerd?

De heer Kristof Calvo (Ecolo-Groen) vindt dat de inhoud van het document dat de minister heeft bezorgd (room document nr. 1 van 8 december 2015) moeilijk te verzoenen is met diens standpunten:

— in antwoord op mondelinge vragen van de volksvertegenwoordigers heeft de minister herhaaldelijk aangegeven dat de FTT in zijn huidige vorm onaanvaardbaar was voor de Belgische regering;

— de analyse van het voormelde document toont integendeel aan dat er eigenlijk geen fundamenteel bezwaar is tegen de FTT aangezien de praktische nadere uitvoering van deze FTT nog moet worden bepaald en er nog steeds verschillende opties zijn.

Het lid concludeert dat de minister persoonlijk geen voorstander is van deze FTT en obstakels opwerpt om dit dossier op de lange baan te schuiven.

¹ <http://www.consilium.europa.eu/nl/meetings/ecofin/2015/12/08/>.

en ce qui concerne les contrats à terme (*futures*) sur obligations d'État, la recette de la TTF à 2,5 millions d'euros, ce qui est extrêmement faible.

M. Roel Deseyn (CD&V) souhaite également obtenir plus de précisions quant à l'évaluation des recettes de la TTF et aux effets éventuels d'une délocalisation des opérations sur *futures* vers des pays qui ne participeront pas au mécanisme de la TTF.

Par ailleurs, dans la mesure où toute mesure fiscale a d'office un effet sur le marché, il est nécessaire de s'interroger sur le fait de savoir si la TTF serait plus compliquée à mettre en œuvre qu'une solution alternative qui viserait les mêmes objectifs de stabilité financière et de financement de politiques de développement ou environnementale.

M. Dirk Van der Maelen (sp.a) s'étonne de la teneur de la discussion actuelle car le communiqué presse publié à l'issue du Conseil “Affaires économiques et financières” du 8 décembre 2015¹ (voir annexe 1) ne fait nullement état des difficultés exposées par l'Agence de la dette. Comment se fait-il que ces objections surgissent maintenant alors que la proposition des 10 pays participant à la “coopération renforcée” n'en font point état?

Le membre demande également s'il est possible d'évaluer la recette de la TTF si une exemption est accordée aux *futures* sur obligations d'État. Si la TTF dans version actuelle engendre une recette théorique de 100, de combien diminuerait-elle si une exemption pour les produits dérivés sur obligations d'État est prévue?

M. Kristof Calvo (Ecolo-Groen) considère que le contenu du document transmis par le ministre (room document n°1 du 8 décembre 2015) est difficilement conciliable avec ses prises de position:

— le ministre a, en réponse à des questions orales posées par les députés, indiqué à plusieurs reprises que la TTF n'était en l'état pas acceptable pour le gouvernement belge;

— or, l'examen du document précité démontre au contraire qu'il n'existe pas d'objection fondamentale pour le rejeter dès lors que les modalités pratiques de la mise en œuvre de cette TTF doivent encore être fixées et que différentes options restent ouvertes.

Le membre en conclut que le ministre n'est personnellement pas favorable à cette TTF et qu'il multiplie les obstacles pour ne pas avancer dans ce dossier.

¹ <http://www.consilium.europa.eu/fr/meetings/ecofin/2015/12/08/>.

Het verbaast de heer Benoît Dispa (cdH) dat de impactanalyse van de FTT die de Europese Commissie in 2013 maakte, niet aan bod komt. Deze voorziet in meerdere belastingtarieven en opties waarmee bepaalde financiële instrumenten aan het toepassingsdomein van deze taks onttrokken kunnen worden, en zelfs de beheerders van de staatsschuld kunnen worden vrijgesteld. De aspecten die de minister aanhaalt, werden reeds onderzocht of worden onderzocht door de diensten van de Europese Commissie.

Wat de standpunten van de minister van Financiën betreft, merkt het lid op dat de Staten die zich geëngageerd hebben voor een “nauwere samenwerking”, op 8 december 2015 een principiële akkoord hebben aangekondigd. In dat verband heeft de minister bevestigd dat hij zijn stempel heeft kunnen drukken op de tekst van 8 december 2015. De heer Dispa begrijpt dan ook het standpunt van de minister niet als die stelt dat de tekst fundamentele bezwaren vermeldt. Het is een ommezwaai die het lid niet kan plaatsen.

C. Antwoorden

1. Antwoorden van de minister

De heer Johan Van Overtveldt, minister van Financiën, belast met Bestrijding van de fiscale fraude, preciseert dat de instelling in België van een FTT rechtstreekse gevolgen zal hebben, die eventueel kunnen worden geëvalueerd. Maar er moet ook rekening worden gehouden met de potentiële neveneffecten zoals een illiquide markt, ofschoon een liquide markt nodig is om de staatsschuld te financieren. Die potentiële neveneffecten zullen echter pas voelbaar zijn wanneer de financiële markten onder druk staan. Een liquiditeitsprobleem kan daardoor een solvabiliteitsprobleem worden.

De minister benadrukt dat hij handelt overeenkomstig de principes van het regeerakkoord:

“België blijft constructief meewerken aan de geleidelijke instelling van een financiële transactietaks onder het regime van de nauwere samenwerking. De regering zal er voor pleiten dat deze taks zich focust op aandelen en derivaten met een speculatief karakter, en niet op de reële economische activiteit (o.a. intragroepsverrichtingen), noch op de verrichtingen door pensioenfondsen en verzekeringsondernemingen, wat hun dekkingsactiva betreft, noch op overheidseffecten.

M. Benoît Dispa (cdH) s'étonne qu'il n'ait pas été fait mention de l'analyse d'impact de la TTF qui a été effectuée par la Commission européenne dès 2013. Celle-ci prévoit plusieurs variantes de taux d'imposition et des options permettant notamment de soustraire du champ d'application de cette taxe certains instruments financiers voire d'exempter les gestionnaires de la dette publique eux-mêmes. Les questions soulevées par le ministre ont soit déjà été examinées soit sont en cours d'examen par les services de la Commission européenne.

En ce qui concerne les prises de position du ministre des Finances, le membre relève que le 8 décembre 2015 les États qui se sont engagés dans une “coopération renforcée” ont annoncé un accord de principe. A cet égard, le ministre a affirmé avoir pu peser de tout son poids dans la rédaction du texte du 8 décembre 2015. Il ne comprend dès lors pas sa position actuelle qui consiste à affirmer qu'il existe des objections fondamentales dans ce texte. C'est un revirement de position que le membre ne s'explique pas.

C. Réponses

1. Réponses du ministre

M. Johan Van Overtveldt, ministre des Finances chargé de la Lutte contre la fraude fiscale, précise que l'introduction en Belgique d'une TTF engendrera des effets directs qui peuvent éventuellement être évalués. Mais il faut également tenir compte des effets collatéraux potentiels comme la dégradation de la liquidité du marché qui est pourtant nécessaire au financement de la dette publique. Or, ces effets potentiels ne se feront sentir qu'en cas de tension sur les marchés financiers et peuvent transformer un problème de liquidité en problème de solvabilité.

Le ministre souligne qu'il agit conformément aux principes énoncés dans l'accord du gouvernement et dont il rappelle la teneur:

“La Belgique poursuivra sa contribution constructive à la mise en place progressive d'une taxe sur les transactions financières dans le cadre du régime de la coopération renforcée. Le gouvernement plaidera pour que cette taxe se concentre sur les actions et les dérivés ayant un caractère spéculatif, et pour que l'activité économique réelle (y compris les transactions intra-groupe) et les opérations des fonds de pension et des entreprises des assurances, pour ce qui concerne

In dit kader wordt de opportuniteit van het behoud van de beurstaks onderzocht.”²

Volgens de minister bevat de tekst van het voorstel veel onduidelijkheden, alsook elementen die verder moeten worden onderzocht. Die aspecten kunnen eventueel gevolgen hebben voor de federale begroting of de reële economie.

Punt 2.b van het voorstel bepaalt het volgende: “de belasting moet gebaseerd zijn op het beginsel van een zo breed mogelijke grondslag en lage tarieven, en mag niet van invloed zijn op de kosten van overheidsleningen.”

Punt 2.c),ii) van het voorstel stelt: “Voor andere producten dan optiderivaten die een vervaldag hebben, kan een soort aan de termijn aangepast notioneel bedrag / een aan de termijn aangepaste marktwaarde (indien beschikbaar) worden overwogen als passende belastinggrondslag.”

De minister vindt dat dergelijke onduidelijke formuleringen geenszins stroken met de inhoud van het regeerakkoord.

De talrijke onduidelijkheden in de tekst van het voorstel en dus de verschillende mogelijke oriëntaties zelfs buiten beschouwing gelaten, benadrukt de minister dat meerdere elementen indruisen tegen het regeerakkoord. Met betrekking tot aandelen, stelt punt 1 van de tekst onder meer dat de FTT op de volgende transacties zou moeten worden toegepast:

“(.) 1. Met betrekking tot aandelen:

a) Alle transacties met inbegrip van intraday-transacties, moeten worden belast;

b) Alle transacties in de keten moeten worden belast, met uitzondering van agenten en clearingleden (wanneer die optreden als facilitator), moeten worden belast; (..)”

In de huidige versie van de tekst van het voorstel zou de FTT zelfs gelden voor de verrichtingen die de ondernemingen uit de privésector doen om zich in te dekken tegen rentevoet- of wisselkoersschommelingen, of tegen schommelingen van de oliepijzen, die per definitie niet speculatief zijn. Die principiële opsomming, die duidelijk in tegenstrijd is met het regeerakkoord van 9 oktober 2014, gecombineerd met de verschillende

² http://www.premier.be/sites/default/files/articles/Accord_de_Gouvernement_-_Regeerakkoord.pdf.

la couverture de leurs actifs, et se rapportant à de effets publics restent préservées. L’opportunité du maintien de la TOB sera examinée”.²

Or, le ministre souligne que le texte de la proposition contient soit de nombreuses imprécisions soit des éléments qui nécessitent un examen plus approfondi. Or, ces questions peuvent potentiellement avoir des répercussions sur le budget fédéral ou sur l’économie réelle.

Ainsi, le point 2.b de la proposition énonce que “l’imposition devrait reposer sur le principe d’une base aussi large que possible et de taux bas, et elle ne devrait pas avoir d’incidence sur le coût de l’emprunt souverain”.

De même, le point 2.c),ii) de la proposition énonce que “pour les produits autres que les produits dérivés de type “option” assortis d’une échéance, on pourrait considérer comme base imposable appropriée un montant notionnel adapté à l’échéance/la valeur de marché (lorsqu’elle est disponible)”.

Pour le ministre, ce genre de formulation imprécise apparaît comme très éloignée de ce qui est prévu dans l’accord de gouvernement.

Même en faisant abstraction des nombreuses imprécisions du texte de la proposition et par conséquent des différentes orientations qui peuvent encore être prises, le ministre souligne que plusieurs éléments sont déjà en contradiction avec l’accord de gouvernement. Ainsi, en ce qui concerne les actions, le point 1 du texte prévoit notamment que la TTF devrait s’appliquer aux transactions suivantes:

“(.) 1. En ce qui concerne les actions:

a) toutes les transactions, y compris intra-journalières, devraient être imposées;

b) toutes les transactions de la chaîne, excepté au niveau des agents et des adhérents-compensateurs (lorsqu’ils agissent en tant que facilitateurs), devraient être imposées; (..)”

Dès lors, en l’état actuel du texte de la proposition, même les opérations effectuées par les entreprises du secteur privé pour se couvrir contre les fluctuations de taux d’intérêt ou devises ou les fluctuations du prix du pétrole et qui n’ont par définition pas de caractère spéculatif seraient visées par la TTF. Cette énumération de principe qui est clairement en opposition avec l’accord du gouvernement du 9 octobre 2014 combinée

² http://www.premier.be/sites/default/files/articles/Accord_de_Gouvernement_-_Regeerakkoord.pdf.

onzekerheden betreffende de derivaten (punten 2.b en 2.c) doen de minister besluiten dat het voorstel van 8 december 2015 een andere weg opgaat dan deze die het regeerakkoord uitstippelt.

De minister gaat in op de vraag van de heer Dispa en bevestigt dat België zijn stempel op de onderhandelingen heeft kunnen drukken door een punt 3 te laten opnemen in de tekst van het voorstel:

“Andere elementen: De lidstaten waren het erover eens dat verdere analyse met betrekking tot de reële economie en pensioenstelsels nodig is. Negatieve gevolgen voor de reële economie en de pensioenstelsels moeten tot een minimum worden beperkt. De belasting moet voor elk land financieel houdbaar zijn”.

De minister onderstreept dat hij de redactie van de punten 1 en 2 van de tekst daarentegen niet heeft kunnen nuanceren.

De minister bevestigt met andere woorden dat hij na afloop van de Raad Ecofin van 8 december 2015 instemde met verdere onderhandelingen en tegelijk aangaf dat bepaalde aspecten voor hem problematisch bleven, gelet op de voorwaarden die het regeerakkoord oplegt voor de instelling van een FTT. Hij verduidelijkt dat hij nooit prat ging op het akkoord dat op 8 december 2015 werd bereikt en dat zijn standpunt dus onveranderd gebleven is. Hij zal de onderhandelingen blijven bijwonen. Hij herhaalt dat hij niet kan instemmen met de punten 1 en 2 van het voorstel in hun huidige versie.

2. Antwoorden van mevrouw Leclercq

Mevrouw Anne Leclercq, *Director Treasury & Capital Markets, Agentschap van de Schuld*, preciseert dat een FTT zal leiden tot minder transacties en tot een illiquide markt; op een dergelijke illiquide markt moeten de markspelers meer risico nemen en dienen-gevolge grotere marges hanteren. Als echter niet alle EU-lidstaten de taks op financiële transacties toepassen, zullen de gevolgen van die taks veel groter zijn voor een klein land als België.

De spreekster wijst erop dat het Agentschap van de Schuld moeilijk kan inschatten welke impact de taks op financiële transacties zal hebben op de kosten van de financiering van de Belgische overheidsschuld. Het Agentschap van de Schuld kan de verbreding van de marge (verschil tussen de verkoop- en de aankoop-prijs van de *future*) als dusdanig wel ramen, maar het kan onmogelijk achterhalen welke gevolgen die

aux différentes incertitudes liées aux produits dérivés (points 2.b et 2.c) obligent le ministre à considérer que la proposition du 8 décembre 2015 emprunte une voie qui n'est pas celle tracée dans l'accord du gouvernement.

A la question posée par M. Dispa, le ministre rétorque qu'il a affirmé que la Belgique avait pu peser sur les négociations notamment par l'insertion d'un point 3 dans le texte de la proposition qui énonce que:

“Autres éléments: les États membres sont convenus qu'il était nécessaire de procéder à une analyse plus approfondie en ce qui concerne l'économie réelle et les régimes de retraite. Il convient en effet de limiter au maximum les conséquences négatives sur l'économie réelle et les régimes de retraite. Par ailleurs, il est nécessaire d'assurer la viabilité financière de la taxe pour chaque pays”.

Par contre, le ministre souligne qu'il n'a pas pu nuancer la rédaction des points 1 et 2 du texte.

En d'autres termes, le ministre confirme qu'il était d'accord à l'issue du Conseil EcoFin du 8 décembre 2015 de poursuivre les négociations tout en indiquant que plusieurs points continuaient à lui poser une difficulté compte tenu des conditions prévues dans l'accord du gouvernement pour l'introduction d'une TTF. Il précise qu'il ne s'est jamais félicité de l'accord obtenu le 8 décembre 2015 et qu'il n'y a donc aucun changement de position dans son chef. Il continuera à participer aux négociations tout en rappelant qu'en l'état il ne peut accepter les points 1 et 2 de la proposition.

2. Réponses de Mme Leclercq

Mme Anne Leclercq, *directeur Treasury & Capital Markets de l'Agence de la dette*, précise que l'introduction d'une TTF génère une contraction du volume des transactions et diminue la liquidité du marché. Et sur un marché moins liquide, les teneurs du marché doivent prendre plus de risques et en conséquence demander des marges plus importantes. Or, si tous les États de l'Union européenne n'appliquent pas la TTF, les effets de cette TTF seront amplifiés dans un petit pays comme la Belgique.

L'oratrice précise que l'Agence de la dette peut difficilement évaluer l'impact de la TTF sur le coût du financement de la dette publique belge. Si l'Agence de la dette peut estimer l'élargissement de la marge (différence entre le prix de vente et d'achat du *future*) en tant que tel, elle lui est impossible d'évaluer les conséquences de cet élargissement de marge sur l'intérêt ou le désintérêt des investisseurs dans la dette publique belge. Les réactions

margeverbreiding zal hebben voor de belangstelling of het gebrek daaraan van de investeerders voor de Belgische overheidsschuld. Het is in dat verband koffiedik kijken hoe de markt zal reageren. Gelet op de huidige structuur van de schuldenportefeuille, leidt elke renteverhoging met 0,1 % tot een verhoging van de totale rentelasten op de schuld met 50 miljoen euro per jaar, louter omdat de markt minder liquide wordt of door een verminderde belangstelling van de investeerders voor de Belgische schuld.

Mevrouw Leclercq benadrukt nog dat het Agentschap van de Schuld alle zeilen moet bijzetten om investeerders te vinden en hen te overtuigen om te investeren in de producten van de Belgische Schatkist. Het komt erop aan de investeerders te bewijzen dat de markt voldoende liquide is zodat ze, wanneer ze lineaire obligaties kopen met een looptijd van 10 of 20 jaar, nog altijd de mogelijkheid hebben om hun portefeuille te herschikken, en dit tegen lage transactiekosten. Van de talrijke activa die op de markt voorhanden zijn, zijn de Staatsobligaties namelijk activa met een heel laag rendement, maar met het voordeel heel liquide te zijn. Activabeheerders en pensioenfondsen zien het als een voordeel dat het overheidspapier kan worden verkocht zonder veel verlies te lijden. Als echter de perceptie van de markt ten aanzien van die effecten verandert, zal de belangstelling van de investeerders voor dit soort activa automatisch verminderen, zodat het voor de Belgische Schatkist moeilijk zal worden op de markt obligaties tegen een concurrerende prijs aan te bieden. Dit mogelijk gebrek aan belangstelling is moeilijk te voorspellen en in te schatten, zodat het onmogelijk is de impact ervan op de kosten van de financiering van de overheids-schuld te ramen.

D. Bijkomende vragen van de leden

De heer Marco Van Hees (PTB-GO!) wijst erop dat de impact van de FTT op het bedrag van de overheids-schuld thans niet kan worden gecijferd. Nochtans had de minister dit argument naar voren geschoven om die taks in vraag te stellen. Ook de ongunstige impact die wordt geschetst door het Agentschap voor de Schuld is bijgevolg onzeker.

Voorts geeft het lid aan dat de uiteenzetting van mevrouw Leclercq bewijst dat België wordt gegijzeld door de financiële markten, en dat de minister zelfs waarschuwt voor een solvabiliteitsrisico om geen FTT in te voeren. De heer Van Hees pleit dan ook voor een nieuwe benadering en vraagt of het niet mogelijk is te werken met overheidsleningen, zodat de bankinstellingen en de financiële markten minder moeten worden

du marché sont à cet égard peu prévisibles. A ce jour, compte tenu de la structure actuelle du portefeuille de la dette, chaque augmentation de taux de 0,1 % engendre, ne fût-ce que par un manque de liquidité sur le marché ou un désintérêt des investisseurs dans la dette belge, une augmentation annuelle de 50 millions d'euros sur la totalité de la charge des intérêts de la dette.

Mme Leclercq souligne encore que l'Agence de la dette doit multiplier des efforts pour rechercher des investisseurs et les convaincre d'investir dans les produits du Trésor belge. Il convient de prouver à ces derniers que le marché est suffisamment liquide de sorte que s'ils achètent des obligations linéaires à 10 ou 20 ans, ils ont toujours la possibilité de rééquilibrer leur portefeuille tout en bénéficiant de faibles coûts de transaction. En effet, dans la multitude d'actifs qui existent sur le marché, les obligations d'État sont des actifs à très faible rendement mais elles ont l'avantage d'être très liquide. Le fait de pouvoir revendre des obligations d'État sans grande perte est considéré par les gestionnaires d'actifs et les fonds de pension comme un avantage. Mais si la perception du marché sur la liquidité de ces obligations d'État change, l'intérêt des investisseurs dans ce type d'actifs diminuera automatiquement, ce qui impliquera une difficulté dans le chef du Trésor belge à proposer au marché des obligations à un prix compétitif. Ce manque d'intérêt potentiel est difficile à prédire et à évaluer de sorte qu'il est impossible d'en estimer l'impact sur le coût du financement de la dette publique.

D. Questions complémentaires des membres

M. Marco Van Hees (PTB-GO!) note qu'on ne peut à ce jour quantifier l'effet de la TTF sur le montant de la dette publique alors que le ministre avait avancé cet argument pour remettre en cause ladite TTF. Dès lors, l'impact négatif décrit par l'Agence de la dette est également incertain.

D'autre part, le membre considère que l'exposé de Mme Leclercq démontre que la Belgique est prisonnière des marchés financiers et qu'un risque de solvabilité est même avancé par le ministre pour ne pas introduire une TTF. Il plaide donc pour une nouvelle approche et s'interroge sur la possibilité de recourir à l'emprunt public afin de limiter le recours aux institutions bancaires et aux marchés financiers. Qu'est-ce qui empêche le Trésor

aangesproken. Wat belet de Schatkist een beroep te doen op het spaargeld van de Belgische burgers om de overheidsschuld te financieren?

De heer Van Hees stelt ook vast dat de lidstaten die deelnemen aan de “nauwere samenwerking” ervan uitgaan dat de FTT gebaseerd zal zijn op een zeer lage belastingsvoet. Toch wijzen het Agentschap voor de Schuld en de minister erop dat de impact voor de Staat en voor de reële economie zeer groot zou kunnen zijn. Is dat niet contradictorisch?

Tot slot is het lid ook niet overtuigd van het argument dat de instelling van een FTT het risico zou vergroten dat de derivatenmarkten (*futures*) uitwijken naar buurlanden. Hij nodigt de regering daarentegen uit zich te onderscheiden van die andere Staten die geen dergelijke taks willen instellen en die hij als belastingparadijzen beschouwt.

De heer Roel Deseyn (CD&V) vindt dat punt 2.b van het voorstel de minister net zou moeten geruststellen en dat het op zich niet in strijd is met de inhoud van het regeerakkoord. De concrete voorstellen van de Europese Commissie zullen uiteraard moeten worden geanalyseerd om na te gaan of de FTT een ongunstige weerslag heeft op de financieringskosten van de overheidsschuld. In dit stadium echter zou de Belgische regering de toepassing van deze taks op financiële transacties moeten blijven steunen, aangezien het Oostenrijkse voorstel (waarover volgens het perscommuniqué van 8 december 2015 een principeakkoord bestaat) de nodige mechanismen bevat om een eventuele negatieve impact op de reële economie te voorkomen.

Wat de *Sale and Repurchase Agreements (repo)* en de *futures* betreft, stelt het lid vast dat in uitzonderingen zal worden voorzien en dat binnen de werkgroep geprobeerd is om stelselmatig in te gaan op de geuite bezwaren. Er moet dus worden ingezet op de inspanningen die de groep van deskundigen zal moeten leveren opdat de concrete voorwaarden van de FTT optimaal beantwoorden aan de krachtlijnen van de op 8 december 2015 aangenomen verklaring³.

De heer Deseyn ziet in dit stadium voor de Belgische regering geen enkel concreet element om dit voorstel te verwerpen. Gelet echter op de elementen die het Agentschap voor de Schuld naar voren heeft geschoven, is het belangrijk te kunnen nagaan welke impact de FTT zal hebben voor de eindgebruikers (Belgische Staat, langetermijnbeleggers en ondernemingen).

De heer Eric Van Rompuy (CD&V) vraagt wat die 50 miljoen euro ingevolge een verhoging van de *spread*

³ <http://www.consilium.europa.eu/nl/meetings/ecofin/2015/12/08/>.

public à recourir à l'épargne des citoyens belges pour financer sa dette?

M. Van Hees constate également que les États membres participant à la “coopération renforcée” partent du postulat selon lequel cette TTF sera basée sur un taux de taxation très faible. Or, malgré cela, l'Agence de la dette et le ministre indiquent que les effets risquent d'être très importants pour l'État et l'économie réelle. N'est ce pas contradictoire?

Enfin, le membre n'est également pas convaincu par l'argumentation selon laquelle l'introduction d'une TTF augmenterait le risque d'une délocalisation des marchés de produits dérivés (*futures*) vers des États voisins. Il invite au contraire le gouvernement à se distinguer de ces États qui ne souhaitent pas introduire de TTF et qu'il considère comme des paradis fiscaux.

M. Roel Deseyn (CD&V) estime que le point 2.b de la proposition devrait justement rassurer le ministre et qu'il n'est en soi pas en contradiction avec les termes de l'accord de gouvernement. Il conviendra certes d'analyser les modalités concrètes proposées par la Commission européenne pour examiner si la TTF a un effet négatif sur le coût du financement de la dette publique. Mais à ce stade, le gouvernement belge devrait continuer à soutenir la mise en œuvre de cette TTF car la proposition autrichienne sur laquelle, selon le communiqué du 8 décembre 2015, il existe un accord de principe comprend les garde-fous nécessaires pour éviter un éventuel impact négatif sur l'économie réelle.

En ce qui concerne les *Sale and Repurchase Agreements (repo)* et *futures*, le membre constate que des exceptions seront prévues et qu'on a tenté au sein du groupe de travail de répondre systématiquement aux objections formulées. Les efforts devraient donc porter sur le travail à mener au sein du groupe d'experts afin que les modalités concrètes de la TTF répondent au mieux aux principes directeurs de la déclaration adoptée le 8 décembre 2015³.

Le membre estime qu'il n'y a à ce stade aucun élément concret pour amener le gouvernement belge à rejeter cette proposition. Mais il importe, au regard des éléments avancés par l'Agence de la dette publique, de pouvoir mesurer les impacts de la TTF sur les utilisateurs finaux (État belge, investisseurs à long terme et entreprises).

M. Eric Van Rompuy (CD&V) demande ce que représente le coût de 50 millions d'euros lié à une

³ <http://www.consilium.europa.eu/fr/meetings/ecofin/2015/12/08/>.

met 0,1 % betekent ten opzichte van de totale financieringskosten van de Belgische overheidsschuld.

De heer Benoît Dispa (cdH) is niet overtuigd van de argumenten van de minister. Hij heeft veeleer het gevoel dat het standpunt van de minister op de processie van Echternach lijkt.

De heer Roel Deseyn (CD&V) stipt ook aan dat de minister de algemene formulering van punt 1 van het voorstel aangrijpt om te stellen dat de FTT zelfs zou gelden voor de indekkingsverrichtingen van bedrijven uit de private sector. Het is echter belangrijk een duidelijk onderscheid te maken tussen de punten 1 en 2 van het voorstel, die respectievelijk over de aandelen en over de derivaten gaan. De indekkingsverrichtingen van privébedrijven hebben immers uitsluitend betrekking op de derivaten.

Bovendien zet punt 2 van het voorstel duidelijke bakens uit wat de kosten voor de overheidsfinanciën betreft, alsook richtsnoeren voor de experts van de werkgroep. Het lid meent dan ook dat er geen fundamentele bezwaren zijn om dit voorstel af te wijzen, hoewel de Europese Commissie de nadere regels van de FTT nog moet vaststellen. Het streefdoel om de FTT "breed" toe te passen (ook op de aandelen) mag niet worden verward met de richtsnoeren betreffende de toepassing van die taks op de derivaten.

De heer Eric Van Rompuy (CD&V) begrijpt in dit stadium van de besprekingen dat het moeilijk zal zijn een FTT in te voeren als men er tegelijk wil voor zorgen dat er geen impact is op de financieringskosten van de overheidsschuld en op het aantal transacties.

Volgens hem zal aan de FTT onvermijdelijk een prijskaartje vasthangen. Als bovendien die taks in slechts 10 EU-lidstaten zou worden ingesteld, is de kans reëel dat bepaalde derivatenactiviteiten naar andere landen worden verschoven. Tot slot dient men tevens voor ogen te houden dat er een impact kan zijn op de reële economie, maar ook dat die economie beïnvloed wordt door tal van elementen en maatregelen, en dat de FTT daarvan niet het doorslaggevend element is.

Het lid herinnert er tevens aan dat men die taks heeft willen instellen om transacties met een louter speculatief oogmerk tegen te gaan en om aldus extra middelen vrij te maken die dan kunnen worden aangewend voor bepaalde beleidsdomeinen (zoals de Belgische ontwikkelingssamenwerking).

augmentation du *spread* de 0,1 % comparé au coût total du financement de la dette publique belge.

M. Benoît Dispa (cdH) n'est pas convaincu par l'argumentation du ministre et a plutôt le sentiment que la position du ministre s'apparente à une procession d'Eternach.

M. Roel Deseyn (CD&V) relève aussi que le ministre tire argument de la généralité des termes du point 1 de la proposition pour affirmer que même les opérations de couverture prises par les entreprises du secteur privé seraient couvertes par la TTF. Or, il convient de bien distinguer les points 1 et 2 de la proposition qui concernent respectivement les actions et les produits dérivés car les opérations de couverture effectuées par les entreprises du secteur privé ne concernent que les produits dérivés.

Par ailleurs, le point 2 de la proposition énonce clairement des "balises" en termes de coûts pour les finances publiques ainsi que des principes directeurs à l'intention des experts du groupe de travail. Dès lors, le membre estime qu'il n'existe pas d'objections fondamentales pour s'opposer à cette proposition même si en effet les modalités pratiques de la TTF doivent encore être définies par la Commission européenne. On ne peut confondre les ambitions énoncées tendant à une application large de la TTF aux actions avec les principes directeurs prévus pour l'application de la TTF aux produits dérivés.

M. Eric Van Rompuy (CD&V) comprend à ce stade de la discussion qu'il sera difficile d'introduire une TTF si on souhaite dans le même temps garantir l'absence d'impact sur le coût du financement de la dette publique et sur le volume des transactions.

Le membre estime que la TTF aura indéniablement un coût. Par ailleurs, si cette taxe n'est introduite que dans 10 États de l'Union européenne, le risque d'une délocalisation de certaines activités portant sur les produits dérivés est réel. Enfin, il convient également d'avoir à l'esprit que si le risque d'un impact sur l'économie réelle existe, celle-ci est impactée par une multitude d'éléments et de mesures dont la TTF ne représentera pas l'élément essentiel.

Le membre rappelle aussi que l'on a voulu instaurer cette taxe pour décourager les transactions qui avaient un objectif purement spéculatif et obtenir ainsi des moyens supplémentaires pouvant être affectés à certaines politiques comme celle de la Coopération belge au développement.

Er zullen derhalve belangen in balans moeten worden gebracht, aangezien het vaststaat dat de FTT een impact zal hebben op de overheidsfinanciën.

De heer Benoît Piedboeuf (MR) wijst erop dat eerste minister Charles Michel altijd voorstander is geweest van de instelling van die FTT. Om aan de bekommernissen van het Agentschap voor de Schuld tegemoet te komen, vraagt het lid om de FTT zo te organiseren dat iedere negatieve impact op de marktliquideiteit en bijgevolg op de schuldfinancieringskosten drastisch wordt beperkt.

De spreker betwijfelt overigens of een FTT die slechts door 10 Staten wordt toegepast, de gewenste resultaten zal opleveren. Zou een instelling van die taks in alle 28 lidstaten geen absolute voorwaarde moeten zijn?

De heer Georges Gilkinet (Ecolo-Groen) geeft toe dat de FTT waarschijnlijk een invloed zal hebben op de overheidsschuld. Een berekende en gecontroleerde verhoging van de uit die taks voortvloeiende transactiekosten zou het aantal transacties echter afremmen en het mogelijk maken de kapitaalstromen in overeenstemming te brengen met de economische fundamenteën en de reële economie.

De spreker benadrukt dat de FTT op die manier spelers die normaal gezien niet bijdragen aan de overheidsfinanciën — de speculanten — zal doen betalen. De FTT krijgt dus een regulerende werking. Waar het op aankomt, is de marktwerking te vertragen om nieuwe financiële catastrofes, die de gemeenschap handenvol geld kosten, te voorkomen. Het feit echter dat de Staten afhankelijk zijn van de financiële markten belet hen thans die regulerende rol te vervullen. Is mevrouw Leclercq het er vanuit die invalshoek mee eens dat een FTT een rol kan spelen op het vlak van regulering en fiscale rechtvaardigheid?

Denkt de minister ten slotte dat deze FTT kan bestaan naast de taks op de beursverrichtingen, die al ongeveer 350 miljoen euro per jaar opbrengt? Is het wel degelijk de bedoeling die taks op de beursverrichtingen te behouden?

De heer Luk Van Biesen (Open Vld) vraagt of het werkelijk vaststaat dat de instelling van een FTT van 0,01 % op de derivaten zal leiden tot een verhoging van 10 basispunten op alle emissies; dit zou neerkomen op 50 miljoen euro extra kosten per jaar. Werd dit oorzaaklijk verband aangetoond?

Voorts begrijpt hij dat, op basis van de ramingen van het Agentschap voor de Schuld, de verwachte ontvangsten van de FTT volgens de minister minder zullen

C'est donc une mise en balance des intérêts qu'il appartiendra de faire étant entendu qu'il est certain que cette TTF aura un impact sur les finances publiques.

M. Benoît Piedboeuf (MR) rappelle que le Premier ministre Charles Michel a toujours soutenu l'instauration de cette TTF. Afin de répondre aux préoccupations de l'Agence de la dette, le membre demande s'il est possible de configurer une TTF de manière à limiter drastiquement tout effet négatif de liquidité sur le marché et par conséquent sur le coût du financement de la dette.

Par ailleurs, l'intervenant doute qu'une TTF limitée à 10 États atteindra les résultats escomptés. Une TTF applicable dans les 28 États membres ne constitue-t-elle pas une condition indispensable?

M. Georges Gilkinet (Ecolo-Groen) concède que la TTF aura probablement un effet sur la dette publique. Toutefois, une augmentation mesurée et contrôlée des coûts de transaction générée par une TTF ralentirait les volumes de transactions et permettrait d'aligner les flux de capitaux avec les fondamentaux économiques et l'économie réelle.

Le membre souligne que la TTF permettra ainsi de faire participer des acteurs qui ne contribuent normalement pas aux finances publiques: les spéculateurs. Aussi, la TTF a une mission de régulation. Il s'agit de freiner le marché pour éviter de nouvelles catastrophes financières qui coûtent cher à la collectivité. Or, la dépendance des États aux marchés financiers les empêchent aujourd'hui de jouer ce rôle de régulation. Vu de cet angle, Mme Leclercq considère-t-elle également qu'une TTF pourrait jouer ce rôle de régulation et de justice fiscale?

Enfin, le ministre estime-t-il que cette TTF peut coexister avec la taxe sur les opérations de bourse (TOB) qui rapporte déjà près de 350 millions d'euros par an? L'intention est-elle bien de maintenir cette TOB?

M. Luk Van Biesen (Open Vld) demande s'il est effectivement établi que l'instauration d'une TTF de 0,01 % sur les produits dérivés engendrera une augmentation de 10 points de base sur toutes les émissions; soit un surcoût annuel de 50 millions d'euros. Ce lien de cause à effet est-il démontré?

D'autre part, il comprend que sur la base des estimations de l'Agence de la dette, le ministre considère que les recettes estimées de la TTF seront inférieures

bedragen dan de indirecte kosten die deze taks kan veroorzaken in verband met de schuldfinancieringskosten.

Zal ten slotte de FTT de taks op de beursverrichtingen vervangen?

Volgens de heer Peter Dedecker (N-VA) dient men zich zorgen te maken over de impact die de eventuele instelling van deze FTT kan hebben op de reële economie.

Voorts wijst hij erop dat, op Europees niveau, de Europese Commissie een actieplan heeft uitgewerkt om een kapitaalmarktenunie (KMU)⁴ tot stand te brengen, teneinde het kapitaal in Europa in te zetten: het is de bedoeling het spaargeld te investeren in alle ondernemingen, ook de kmo's, die dit nodig hebben om te groeien en banen te creëren. Het gaat er dus om sparen en groei te koppelen, om aldus nieuwe kansen te creëren voor zowel spaarders als investeerders.

Als de FTT echter in slechts 10 van de 28 lidstaten wordt ingesteld, valt dit moeilijk te rijmen met de oprichting van een KMU, temeer omdat zulks ertoe zal leiden dat in de landen die de taks wel toepassen, de liquide middelen zullen afnemen.

Kan mevrouw Leclercq inschatten welke weerslag een FTT zal hebben op de financiering van de ondernemingen en meer bepaald van de kmo's, en op de groei in het algemeen, in het licht van de in uitzicht gestelde KMU?

De heer Dirk Van der Maelen (sp.a) herinnert aan een van de drijfveren om te voorzien in een FTT: speculatieve verrichtingen tegengaan, om geld opnieuw in de reële economie te investeren. Veel ondernemingen hebben het immers moeilijk om financiering te vinden, want het is voor investeerders interessanter om hun kapitaal te beleggen op de financiële markten. Een FTT zal op zich voor gevolg hebben dat het aantal repetitieve en speculatieve financiële verrichtingen wordt beperkt.

Het lid wijst er tevens op dat het voorstel voor een richtlijn van de Europese Commissie⁵ uitdrukkelijk bepaalt dat de FTT niet van toepassing zal zijn op ondernemingen waarvan de inkomsten voor meer dan de helft niet afkomstig zijn van financiële verrichtingen. In tegenstelling tot wat de minister beweert, meent de spreker daarentegen dat de kmo's van de reële economie vrijgesteld zullen zijn van die FTT.

⁴ http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/index_en.htm.

⁵ http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/com_2013_71_en.pdf.

au coût indirect que cette taxe risque d'engendrer sur le coût du financement de la dette.

Enfin, la TTF va-t-elle remplacer la TOB?

M. Peter Dedecker (N-VA) indique qu'il convient de se préoccuper de l'impact de cette éventuelle TTF sur l'économie réelle.

Par ailleurs, il rappelle qu'au niveau européen, la Commission européenne a formulé un plan d'action pour construire une Union des marchés des capitaux (UMC)⁴ dont l'objectif est de mobiliser le capital en Europe. Il vise à orienter l'épargne vers toutes les entreprises, y compris les PME, qui en ont besoin pour se développer et créer des emplois. En d'autres termes, il s'agit d'associer épargne avec croissance afin d'offrir de nouvelles opportunités pour les épargnants et les investisseurs.

Or, l'instauration d'une TTF dans seulement 10 des 28 États membres est difficilement conciliable avec la construction d'une Union des marchés des capitaux (UMC) et ce d'autant plus qu'elle réduira les liquidités dans les pays qui appliqueront ladite TTF.

Mme Leclercq peut-elle évaluer l'impact d'une TTF sur le financement des entreprises et plus particulièrement des PME et sur la croissance en général dans le cadre de cette future Union des marchés des capitaux (UMC)?

M. Dirk Van der Maelen (sp.a) rappelle qu'une des raisons pour lesquelles la TTF a été développée était de freiner les opérations à caractère spéculatif afin de réorienter des fonds vers l'économie réelle. De nombreuses entreprises connaissent en effet des difficultés à trouver des financements car il est plus intéressant pour les investisseurs de placer leurs capitaux sur les marchés financiers. Le fait d'introduire une TTF permettra en soi de réduire le nombre d'opérations financières à caractère répétitif et spéculatif.

Le membre rappelle également que la proposition de directive de la Commission européenne⁵ prévoit explicitement que la TTF ne sera pas d'application aux entreprises dont plus de la moitié des revenus ne proviennent pas d'opérations financières. Contrairement aux affirmations du ministre, il considère au contraire que les PME de l'économie réelle seront exonérées de cette TTF.

⁴ http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/index_fr.htm.

⁵ http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/com_2013_71_fr.pdf.

Wat ten slotte punt 3 betreft van het voorstel betreffende de impact van de FTT op de reële economie en de pensioenfondsen, herinnert de spreker eraan dat de Belgische regering eerder heeft toegegeven dat die taks maar weinig effect zou hebben op de pensioenfondsen:

“All in all, it could be that only a very limited part of transactions made by pension funds would be subject to FTT also depending on the decisions on the final FTT design” (Room document 2 — WPTQ-Indirect Taxation — FTT — 29 september 2015).

De heer Van der Maelen leidt daaruit af dat er dus niet echt bezwaren zijn dat de minister de tekst van het voorstel betreffende de FTT zonder voorbehoud zou steunen. De spreker heeft het gevoel dat de lobby van de financiële instellingen erin geslaagd is de FTT uit te hollen.

De heer Benoît Dispa (cdH) stelt vast dat twee commissieleden die behoren tot de regeringspartijen het nu noodzakelijk vinden dat een FTT wordt ingesteld in Europees verband; dit staat haaks op de wens van de Belgische regering om zich aan te sluiten bij het mechanisme van “nauwere samenwerking”.

Het lid heeft dus het gevoel dat men de FTT tracht te “begraven”. Hij betreurt dit dubbele discours: instemmen met het principe van een FTT, maar tegelijk continu argumenten aanbrengen opdat die taks er uiteindelijk niet zou komen. Volgens de heer Dispa is uitgaan van het principe dat een FTT in de 28 lidstaten moet worden toegepast, de beste manier om het voorstel definitief te “begraven”.

De heer Peter Dedecker (N-VA) antwoordt de vorige spreker dat hij spreekt namens de N-VA, niet namens de regering. De N-VA heeft altijd gesteld dat een FTT in de hele EU moet worden toegepast om doeltreffend te zijn.

De heer Kristof Calvo (Ecolo-Groen) kan zich niet van de indruk ontdoen dat, in tegenstelling tot wat de eerste minister onlangs in de Kamer van volksvertegenwoordigers heeft verklaard, de minister van Financiën niet geneigd is voortgang te maken met dit dossier en dat hij kennelijk van plan is het standpunt ter zake van zijn partij — de N-VA — uit te voeren.

Enfin, en ce qui concerne le point 3 de la proposition relatif à l'impact de la TTF sur l'économie réelle et les fonds de pension, le membre rappelle que le gouvernement belge a précédemment reconnu que la TTF n'aurait que peu d'effets sur les fonds de pension:

“All in all, it could be that only a very limited part of transactions made by pension funds would be subject to FTT also depending on the decisions on the final FTT design” (Room document 2 — WPTQ-Indirect Taxation — FTT — 29 september 2015).

Le membre en déduit qu'il n'y a dès lors pas de réelles objections à ce que le ministre soutienne sans réserves le texte de la proposition de TTF. Il a le sentiment que le lobby des institutions financières a réussi à vider la TTF de son contenu.

M. Benoît Dispa (cdH) relève que deux commissaires membres de la majorité gouvernementale estiment aujourd'hui nécessaire qu'une TTF soit mise sur pied à l'échelle européenne; ce qui est en porte à faux avec la volonté du gouvernement belge de s'inscrire dans un mécanisme de “coopération renforcée”.

Le membre a donc le sentiment qu'on tente d'“enterrer” ladite TTF. Il regrette ce double langage: approuver le principe d'une TTF mais dans le même temps soulever continuellement des arguments pour qu'elle-ci ne voit finalement pas le jour. M. Dispa considère que poser en principe le fait qu'une TTF doit être appliquée dans les 28 États membres est la meilleure façon de l'“enterrer” définitivement.

M. Peter Dedecker (N-VA) rétorque au préopinant qu'il s'exprime au nom de la N-VA et non au nom du gouvernement. Or, la N-VA a toujours soutenu qu'une TTF devrait s'appliquer à l'échelle européenne pour être efficace.

M. Kristof Calvo (Ecolo-Groen) ne peut se défaire de l'idée que, contrairement aux déclarations récentes du premier ministre à la Chambre des représentants, le ministre n'est pas enclin à faire avancer ce dossier et qu'il entend apparemment mettre en œuvre la position de son parti N-VA en la matière.

E. Bijkomende antwoorden

1. Antwoorden van de minister

De minister geeft aan dat de analyse van het Agentschap voor de Schuld de verdienste heeft een mogelijke impact van de FTT op de overheidsschuld onder de aandacht te brengen. De overheidsschuld en de daaraan verbonden financieringskosten binnen de perken houden, zou echter een bekommernis van elkeen moeten zijn.

Voorts is er volgens hem geen enkele tegenstrijdigheid tussen wat de eerste minister heeft verklaard en wat hijzelf heeft verklaard. De regering zal blijven onderhandelen over het voorstel voor een FTT en een en ander toetsen aan het regeerakkoord. In dit stadium bevat de tekst van het huidig voorstel echter nog te veel onnauwkeurigheden en moeten nog te veel wijzigingen worden aangebracht.

De minister benadrukt nogmaals dat de aanneming van een FTT ook collaterale gevolgen heeft, waarvan de omvang moeilijk te becijferen is, onder meer de extra kosten van de financiering van de overheidsschuld en de kosten voor de bedrijven en voor de particulieren. Deze gevolgen vormen één geheel en moeten gelijktijdig worden geanalyseerd. Het regeerakkoord is in dit verband de enige routekaart van de minister.

Wat de doeltreffendheid van deze FTT betreft, wijst de minister erop dat het nogal logisch is dat, als slechts 10 van de 28 lidstaten die taks instellen, een gedeelte van de financiële sector zal verhuizen. Volgens de minister biedt deze maatregel in zijn geheel geen zekerheid, gelet op de gevolgen die deze FTT kan hebben op de inkomsten, en aangezien het bewezen is dat een deel van de verrichtingen waarop die taks van toepassing zal zijn, gemakkelijk kan worden gedelokaliseerd.

Op de opmerking van de heer Van der Maelen over de impact van de FTT op de pensioenfondsen, antwoordt de minister dat de moeilijkheid van de onderhandelingen te maken heeft met het feit dat de voorstellen nooit uitsluiten dat de taks een impact kan hebben. Voortdurend worden de woorden “*could be*” en “*might be*” gebruikt, hetgeen voor gevolg kan hebben dat de FTT uiteindelijk wel een impact zal hebben op de reële economie of de pensioenfondsen, wat in strijd zou zijn met het regeerakkoord.

Op de opmerking van de heer Deseyn antwoordt de minister dat punt 2.b duidelijk aangeeft dat, wat de derivaten betreft, de FTT normaal gezien geen impact zal hebben op de kosten van de overheidsleningen. Volgens de minister verhindert de tekst een dergelijke

E. Réponses complémentaires

1. Réponses du ministre

Le ministre indique que l'analyse de l'Agence de la dette a le mérite de mettre en lumière un des impacts possible de la TTF sur la dette publique. Or, le contrôle de la dette publique et du coût de son financement devraient être des préoccupations partagées par tous.

Par ailleurs, il considère qu'il n'existe aucune contradiction entre les propos du premier ministre et les siens. Le gouvernement continuera à négocier la proposition de TTF et à confronter celle-ci à l'accord de gouvernement. Mais il y a à ce stade encore trop d'imprécisions ou de modifications à opérer dans le texte de la proposition actuelle.

Le ministre souligne à nouveau que l'adoption d'une TTF implique aussi des effets collatéraux dont l'amplitude est difficilement quantifiable notamment en ce qui concerne le surcoût du financement de la dette publique, le coût pour les entreprises et pour les particuliers. L'ensemble de ces effets forme un tout et doit être analysé simultanément. L'accord de gouvernement forme à cet égard la seule feuille de route du ministre.

En ce qui concerne l'efficacité de cette TTF, le ministre souligne qu'il est assez évident que si seulement 10 États sur 28 instaurent une TTF, on constatera une délocalisation partielle du secteur financier. Dès lors, en tenant compte des effets escomptés de cette TTF en termes de revenus alors même qu'il est démontré qu'une partie des opérations sur lesquelles la TTF sera d'application pourra facilement être délocalisée, le ministre juge l'ensemble de cette mesure comme précaire.

A la remarque formulée par M. Van der Maelen en ce qui concerne l'impact de la TTF sur les fonds de pension, le ministre rétorque que la difficulté des négociations réside dans le fait que les propositions n'excluent jamais un impact de la TTF. Il est continuellement fait mention de termes “*could be*”, “*might be*” qui peuvent avoir pour conséquence qu'au final la TTF impacte bel et bien l'économie réelle ou les fonds de pension, ce qui serait contraire à l'accord de gouvernement.

A la remarque formulée par M. Deseyn, le ministre rétorque que le point 2.b énonce clairement que la TTF ne devrait en ce qui concerne les produits dérivés pas impacter le coût des emprunts publics. Pour le ministre, le texte n'interdit pas cet impact et cela pourrait donc

impact niet, wat dus zou kunnen gebeuren. De minister had dan ook liever gehad dat in de tekst de woorden “*will not*” (“mag niet”) werden gebruikt in plaats van “*should not*” (“zou niet”).

Tot slot voorziet het regeerakkoord enkel in de mogelijkheid om de taks op de beursverrichtingen te schrappen. De regering heeft dienaangaande geen enkele principebeslissing genomen.

2. Antwoorden van mevrouw Leclercq

Mevrouw Leclercq geeft aan dat het Agentschap voor de Schuld de lobby's uit de financiële sector niet nodig heeft om te weten dat als de liquiditeit van de schuld vermindert, de herfinancieringskosten van de overheidsschuld toenemen, zowel op de primaire als op de secundaire markt. Ze herinnert eraan dat toen België in 2011 een deel van zijn schuld moest herfinancieren, ons land als gevolg van spanningen op de markt obligaties met een heel hoge rentevoet heeft moeten uitgeven, omdat de markt onvoldoende liquide was. Als de rentevoet op de secundaire markt daalt als gevolg van een daling van de rentevoet op de primaire markt, zullen de investeerders een hogere risicopremie vragen bij de aankoop van obligaties, omdat de onzekerheid groter is. Dat is wat zich in 2011 heeft voorgedaan.

De spreekster benadrukt voorts dat een verhoging van de transactiekosten ook een impact zal hebben op de reële economie. Ze herinnert eraan dat bedrijven gebruik maken van swaps voor de onderlinge afstemming van de activa en passiva (*asset liability matching*). Als die swaps in de toekomst belast worden met 0,01 %/jaar naar rato van hun looptijd (zo zullen swaps met een looptijd van 10 jaar worden belast met 0,1 %), zal de marge van die swaps vergroten, hun liquiditeit afnemen en hun prijs stijgen. De dekking zal dus meer kosten.

Hetzelfde geldt voor de pensioenfondsen die swaps gebruiken om hun posities in te dekken. Als de prijzen stijgen op de markt van de swaps, zullen de pensioenfondsen ook meer kosten hebben om hun posities in te dekken; die extra kosten zullen uiteindelijk op de consument worden afgewenteld.

Tot slot dient men zich af te vragen of een FTT opportuun is, gelet op de inspanningen die nodig zijn om die taks toe te passen, het evidente risico dat de derivatenmarkten uitwijken naar Luxemburg en Nederland, en de geraamde — relatief geringe — ontvangsten.

Mevrouw Leclercq geeft aan dat andere Europese Schuldagentschappen dezelfde bekommernissen delen.

être le cas. Le ministre aurait donc préféré voir apparaître dans le texte les mots “*ne doit pas*” (*will not*) en lieu et place de “*ne devrait pas*” (*should not*).

Enfin, l'accord de gouvernement prévoit uniquement la possibilité de supprimer la taxe sur les opérations boursières. Aucune décision de principe n'a été adoptée sur ce point par le gouvernement.

2. Réponses de Mme Leclercq

Mme Leclercq indique que l'Agence de la dette n'a pas besoin des lobbys du secteur financier pour savoir que si la liquidité de la dette diminue, le coût du refinancement de la dette publique augmente tant dans le marché primaire que sur les marchés secondaires. Elle rappelle qu'en 2011, par suite de tensions sur le marché, la Belgique qui devait à ce moment refinancer une partie de sa dette a dû émettre des obligations à des taux très élevés suite à l'absence de liquidités sur le marché. Par ailleurs, si le taux du marché secondaire diminue par suite d'une diminution du taux du marché primaire, les investisseurs demanderont une prime de risque plus élevée pour l'achat d'obligations car l'incertitude est plus grande. C'est ce qui s'est passé en 2011.

L'oratrice souligne encore qu'une augmentation des coûts de transactions engendre également un impact sur l'économie réelle. Elle rappelle que les entreprises utilisent des *swaps* pour l'appariement des actifs et des passifs (*asset liability matching*). Si ces *swaps* seront à l'avenir taxés à concurrence de 0,01 %/an prora temporis de leur durée (des *swaps* d'une durée de 10 ans seront ainsi taxés à 0,1 %), la marge desdits *swaps* va augmenter, leur liquidité va diminuer et leur prix augmentera. La couverture va donc être plus chère.

Il en sera de même en ce qui concerne les fonds de pension qui utilisent des *swaps* pour couvrir leur positions. Si les prix augmentent sur le marché des *swaps*, les fonds de pension auront également plus de frais pour couvrir leur positions; surcoût qui sera répercuté au final sur le consommateur.

Enfin, compte tenu des efforts qui devront être déployés pour appliquer cette TTF, du risque évident de délocalisation du marché des dérivés vers le Luxembourg et les Pays-Bas et des recettes estimées d'un montant relativement faible, on doit s'interroger sur l'opportunité d'une telle taxe.

Mme Leclercq indique que d'autres Agences de la dette en Europe partagent les mêmes préoccupations.

Op de vraag van de heer Van Rompuy geeft mevrouw Leclercq aan dat de totale financieringskosten van de Belgische overheidsschuld 10,5 miljard euro bedragen (op jaarbasis). Als de rentevoet stijgt met 0,1 %, zullen de totale kosten toenemen met 50 miljoen euro. Als de rentevoet stijgt met 1 %, zullen de meerkosten dus 500 miljoen euro bedragen. Volgens de spreker zijn die 10,5 miljard euro kosten beheersbaar, want de portefeuille bestaat uit langetermijnemissies waarvan slechts een beperkt gedeelte jaarlijks moet worden gefinancierd.

F. Laatste replieken en antwoorden

De heer Peter Dedecker (N-VA) vraagt zich af welke extra maatregelen genomen zouden kunnen worden om de liquiditeit van de schuld te verbeteren. Wat zijn ter zake de denkpluizen?

Mevrouw Leclercq geeft aan dat het Agentschap van de Schuld voortdurend op zoek is naar nieuw investeerders want hoe groter de vraag, hoe voordeliger de rentevoet die door het Agentschap van de Schuld verkregen zal kunnen worden. Maar de spreker onderstreept dat de markt op zich niet liquide is. Het Agentschap van de Schuld moet wat dat betreft dagelijks investeerders zoeken en overtuigen. Er dient dus voor gezorgd te worden dat de *primary dealers*⁶ in schatkisteffecten en de banken die de prijzen vaststellen — en aldus zorgen voor die liquide markt — ook de noodzakelijke instrumenten ontvangen die maken dat er uiteindelijk een prijs is. Alle transacties die zij uitvoeren om een deel van hun posities te dekken zijn niet-speculatief want zij gebruiken die als dekkingsinstrumenten.

In België mogen de banken overigens geen activiteiten voor eigen rekening meer uitvoeren als die gericht zijn op het genereren van extra inkomsten (*proprietary trading*). De opsplitsing tussen commerciële banken en investeringsbanken, die aan *proprietary trading* doen, bestaat al in België. De banken die in België voor het Agentschap van de Schuld werken en die ervoor zorgen dat er een prijs wordt bepaald op de secundaire markt, doen dan ook niet aan *proprietary trading* maar beheren als *primary dealer* daadwerkelijk een portefeuille voor rekening van de Staat.

Mevrouw Leclercq bevestigt overigens dat het Agentschap van de Schuld een denkoefening begonnen is met het oog op een eventuele wijziging van zijn huidige *business model*, met enerzijds de investeerders

⁶ De *primary dealers* vormen een groep van financiële instellingen belast met het aanpakken van de beleggingen in OLO's, in de gesplitste effecten en in schatkistcertificaten, en met het garanderen van de liquiditeit van die effecten op de secundaire markt en het aanpakken van het schuld papier van de Belgische Staat (http://www.debtagency.be/fr_pd_primary.htm).

A la question posée par M. Van Rompuy, Mme Leclercq précise que le coût total du financement de la dette publique belge s'élève annuellement à 10,5 milliards d'euros. Si le taux d'intérêt augmente de 0,1 %, ce coût total augmentera de 50 millions. S'il augmente de 1 %, le surcoût sera donc de 500 millions d'euros. L'oratrice considère ce coût de 10,5 milliards d'euros comme maîtrisé car le portefeuille est constitué d'émissions à long terme dont seulement une partie réduite doit être refinancée annuellement.

F. Dernières répliques et réponses

M. Peter Dedecker (N-VA) s'interroge quant aux mesures complémentaires qui pourraient être entreprises afin d'améliorer la liquidité de la dette. Quelles sont les pistes en la matière?

Mme Leclercq indique que l'Agence de la dette recherche continuellement de nouveaux investisseurs car au plus la demande est importante meilleur sera le taux qui pourra être obtenu par l'Agence de la dette. Mais l'oratrice insiste sur le fait que le marché n'est pas en soi liquide. L'Agence de la dette doit à ce titre quotidiennement rechercher et convaincre des investisseurs. Il faut donc faire en sorte que les *primary dealers*⁶ en valeurs du Trésor et les banques qui établissent les prix pour aboutir à ce marché liquide reçoivent aussi les instruments nécessaires qui font qu'il y ait au final un prix. L'ensemble des transactions qu'elles effectuent pour couvrir une partie de leurs positions sont des transactions légitimes car elles les utilisent comme instruments de couverture.

Par ailleurs, en Belgique, les banques ne peuvent plus opérer des activités pour compte propre afin de générer des revenus supplémentaires (*proprietary trading*). La scission entre banques commerciales et banques d'investissement opérant du *proprietary trading* existe déjà en Belgique. Dès lors, les banques qui travaillent pour l'Agence de la dette en Belgique et font en sorte qu'il existe un prix dans le marché secondaire n'effectuent pas du *proprietary trading* mais gèrent effectivement un portefeuille comme *primary dealer* pour compte de l'État.

Mme Leclercq confirme par ailleurs que l'Agence de la dette a entamé une réflexion en vue de modifier éventuellement son *business model* actuel qui comprend d'un côté les investisseurs et de l'autre les

⁶ Les *primary dealers* constituent un corps d'institutions financières chargées de favoriser le placement des OLO, des titres scindés et des CT, d'assurer la liquidité de ces titres sur le marché secondaire et de promouvoir la dette de l'État belge (http://www.debtagency.be/fr_pd_primary.htm).

en anderzijds de banken, naast het Agentschap als uitgever van de schuld. Maar die prospectie is een werk van lange adem.

In verband met de mogelijkheid om rechtstreeks een beroep te doen op de spaarders voor de financiering van de overheidsschuld, bevestigt mevrouw Leclercq dat het Agentschap van de Schuld nog altijd staatsbons uitgeeft. Bij de laatste uitgifte kon weliswaar slechts 10 miljoen euro gefinancierd worden; op zich hoeft dat niet te verbazen aangezien de aan de retail-sector voorgestelde rentevoet overeenkomt met de rentevoet op de lineaire obligaties (OLO's) die aan de institutionele sector worden verkocht. Die laatste rentevoet is momenteel heel laag, het rendement van de Staatsbons is bijgevolg eveneens heel gering. Terwijl voor de institutionele investeerder de liquiditeit primeert op het rendement, is de retail-investerder vooral geïnteresseerd in het rendement van het financieel product dat hij koopt.

De heer Eric Van Rompuy (CD&V) merkt op dat het Agentschap van de Schuld de inkomsten van de FTT raamt op 2,5 miljoen euro, hetgeen relatief laag is. Loopt men niet het risico een mechanisme te implementeren dat een kleine opbrengst zal genereren maar de markt zal destabiliseren?

Mevrouw Leclercq geeft aan dat de raming van het Agentschap van de Schuld gebaseerd is op de jaarlijkse omzet in *futures* van een grote bank:

- commercialisering van 20 miljard euro in langetermijnfutures;

- commercialisering van 80 miljard euro in kortetermijnfutures.

De spreekster legt uit dat aangezien *futures* financiële instrumenten zijn met vervaldagen op 3 maanden, de berekeningsmethode erin bestaat de belasting van 0,01 % *prorata temporis* toe te passen (0,01 % /4 x 100 miljard euro), wat leidt tot een resultaat van 2,5 miljoen euro. Die simulatie betreft evenwel maar een enkele bank. Toch meent de spreekster dat er nu al van uitgegaan mag worden dat het rendement van die FTT lager zal zijn dan het rendement van de belasting op de beursverrichtingen, ten bedrage van 350 miljoen euro.

banques avec l'Agence comme émettrice de la dette. Mais ce travail de prospective est un chantier qui nécessite du temps.

Quant à la possibilité de faire appel directement aux épargnants pour financer la dette publique, Mme Leclercq confirme que l'Agence de la dette émet toujours des bons d'État. Ceci étant, lors de la dernière émission, seuls 10 millions d'euros avaient pu être financés; ce qui n'est pas étonnant en soi dès lors que le taux proposé au secteur *retail* correspond au taux des obligations linéaires (OLO) donné au secteur institutionnel. Or, ce dernier taux est très bas pour le moment et dès lors le rendement des bons d'État est également très faible. Alors que pour l'investisseur institutionnel la liquidité prime sur la rendement, l'investisseur *retail* est surtout intéressé par le rendement de son produit financier.

M. Eric Van Rompuy (CD&V) relève que l'Agence de la dette évalue les recettes de la TTF à 2,5 millions d'euros, ce qui est relativement faible. Risque-t-on de mettre en place un mécanisme qui rapportera une recette peu importante mais qui déstabilisera le marché?

Mme Leclercq indique que l'évaluation de l'Agence de la dette se base sur le chiffre d'affaires annuel des *futures* d'une grande banque de la place:

- commercialisation de 20 milliards d'euros en *futures* à long terme;

- commercialisation de 80 milliards d'euros en *futures* à court terme.

L'oratrice explique que dans la mesure où les *futures* constituent des instruments financiers avec des échéances à 3 mois, la méthode de calcul consiste à appliquer la taxe de 0,01 % *prorata temporis* (0,01 % /4 x 100 milliards d'euros), ce qui aboutit à un résultat de 2,5 millions d'euros. Cette simulation ne concerne toutefois qu'une seule banque. Mais l'oratrice estime qu'on peut d'ores et déjà affirmer que le rendement de cette TTF sera inférieure au rendement de la taxe sur les opérations boursières de 350 millions d'euros.

II. — HOORZITTING MET MEVROUW CAROLA MAGGIULLI (DG TAXUD) EN DE HEREN LIEVEN DENYS (VUB) EN GUNTHER WUYTS (KUL)

A. Uiteenzetting van mevrouw Carola Maggiulli, DG TAXUD, Europese Commissie

1. Het voorstel voor een richtlijn van de Europese Commissie van 28 september 2011

Mevrouw Carola Maggiulli, DG TAXUD, Europese Commissie, herinnert eraan dat de Europese Commissie in september 2011 een voorstel voor een richtlijn van de Raad heeft aangenomen met betrekking tot een gemeenschappelijk stelsel van belasting op financiële transacties voor de hele Europese Unie (IP/11/1085). De doelstellingen van het voorstel luiden als volgt:

— voorkomen dat de interne markt versnipperd door een veelheid aan vormen van belasting op financiële transacties in de verschillende lidstaten en de bestaande nationale wetgevingen binnen de Europese Unie onderling afstemmen;

— ervoor zorgen dat de financiële sector op aanzienlijke en billijke wijze bijdraagt aan de openbare financiën, en

— financiële transacties die de financiële markten niet efficiënter maken en niet bijdragen tot de reële economieën, ontmoedigen.

Dit initiatief vormde ook een eerste concrete stap naar de instelling van een belasting op financiële transacties op wereldvlak.

Het oorspronkelijke voorstel dat de Europese Commissie in september 2011 had uitgewerkt, vloeide voort uit de vaststelling dat de bank- en financiële sector in het verleden een zeer groot deel had opgeslorpt van de openbare middelen die in het kader van de aanpak van de financiële crisis van 2008 waren uitgetrokken.

De spreekster benadrukt dat deze belasting niet nieuw is, aangezien zes landen die deelnemen aan de nauwere samenwerking inzake de belasting op financiële transacties, een dergelijke belasting al in hun nationale wetgeving hebben opgenomen. Zo past zelfs het Verenigd Koninkrijk al decennialang een dergelijke belasting toe (*stamp duty of old lady*).

Mevrouw Maggiulli wijst erop dat de FTT niet in de eerste plaats bedoeld is om de speculatie te belasten, maar het spreekt voor zich dat deze belasting vermoedelijk als neveneffect een invloed zal hebben op de speculatieve verrichtingen. Ze merkt daarbij op dat het

II. — AUDITION DE MME CAROLA MAGGIULLI (DG TAXUD) ET MM. LIEVEN DENYS (VUB) ET GUNTHER WUYTS (KUL)

A. Exposé de Mme Carola Maggiulli, DG TAXUD, Commission européenne

1. La proposition de directive de la Commission européenne du 28 septembre 2011

Mme Carola Maggiulli, DG TAXUD, Commission européenne, rappelle que la Commission européenne a adopté en septembre 2011 une proposition de directive du Conseil sur un système commun de taxe sur les transactions financières pour toute l'Union Européenne (IP/11/1085). Les objectifs de la proposition étaient:

— d'éviter la fragmentation du marché intérieur qui pourrait résulter de nombreuses approches nationales différentes sur la taxation de transactions financières et d'harmoniser les législations nationales déjà existantes au sein de l'Union européenne;

— d'assurer une contribution substantielle et équitable du secteur financier aux finances publiques, et

— de décourager les transactions financières qui ne contribuent pas à l'efficacité des marchés financiers et aux économies réelles.

Cette initiative représentait aussi un premier pas tangible en vue de la mise en place d'une taxation des transactions financières au niveau mondial.

La proposition initiale élaborée par la Commission européenne en septembre 2011 découlait du constat que le secteur bancaire et financier avait absorbé par le passé une part très importante des fonds publics mis à disposition dans le cadre de la gestion de la crise financière de 2008.

L'oratrice souligne que cet impôt n'est pas nouveau puisque 6 pays participant à la coopération renforcée dans le domaine de la taxe sur les transactions financières ont déjà intégré dans leur législation nationale une telle taxe. Ainsi, même le Royaume-Uni applique depuis des dizaines d'années une taxe similaire (*stamp duty* ou *old lady*).

Mme Maggiulli souligne que la TTF n'a pas pour objectif premier de frapper la spéculation mais il est évident que la TTF aura vraisemblablement comme effet collatéral d'impacter les opérations spéculatives. Ceci étant, elle considère qu'il est très difficile voire

op de financiële markten zeer moeilijk, of zelfs onmogelijk is om indekkingsverrichtingen en speculatieve verrichtingen te onderscheiden. Alleen de speculatieve verrichtingen aanpakken gaat niet, want een zelfde verrichting kan een dubbel doel hebben. Een fiscaal mechanisme bedenken dat een onderscheid maakt tussen die twee activiteiten, is dan ook onrealistisch.

Qua vermoedelijke impact stipt de spreker nog aan dat de FTT waarschijnlijk zal leiden tot een krimp op de speculatiemarkt, meer bepaald wat *high frequency trading* betreft. Dat is evenwel niet de hoofdbedoeling.

Ze herinnert eraan dat het oorspronkelijke voorstel van de Europese Commissie drie vragen had doen rijzen:

- het gevaar voor delocalisatie van de activiteiten;
- het gevaar voor een onrechtmatig gebruik van constructies en de uitwerking van nieuwe financiële producten die buiten het toepassingsveld van de FTT vallen;
- het gevaar voor een grote impact op de marktliquiditeit.

Mevrouw Maggiulli vindt dan ook dat bij de uitwerking van een FTT met deze elementen rekening moet worden gehouden. Ze pleit voor een belasting met een zeer brede grondslag – opdat bepaalde financiële producten niet zouden worden uitgesloten – maar met een zo laag mogelijke rentevoet. Het is tevens opportuun het woonplaatsprincipe toe te passen: de belasting zal verschuldigd zijn als één van de bij de transactie betrokken partijen gevestigd is in een lidstaat die gekozen heeft voor nauwere samenwerking, ongeacht de plaats waar de transactie plaatsheeft. De belasting zal bijgevolg zowel verschuldigd zijn wanneer de financiële instelling die aan de transactie deelneemt zelf in de FTT-zone gevestigd is, als wanneer zij optreedt voor rekening van een partij die in die zone gevestigd is.

2. Stand van zaken van de bespreking

De spreker herinnert eraan dat inzake belastingaangelegenheden de eensgezindheid van de EU-lidstaten noodzakelijk is. Op een ECOFIN-Raad medio 2012 bleek dat de eensgezindheid binnen de Raad niet bereikt zou kunnen worden voor de aanneming van een gemeenschappelijk stelsel van belasting op financiële transacties voor de hele Unie, zoals voorgesteld door de Commissie. Meerdere delegaties opperden echter dat het toch mogelijk was op dit vlak vooruitgang te

impossible de scinder dans les marchés financiers les opérations de couverture des opérations de spéculation. Il est impossible de viser uniquement les opérations de spéculation car une même opération peut avoir les deux objectifs. Il est donc illusoire d'imaginer un dispositif fiscal qui permettrait de séparer ces deux activités.

En termes d'impact probable, l'oratrice indique encore que la TTF générera probablement une contraction du marché spéculatif et plus particulièrement le *High Frequency Trading* même si ce n'est pas son objectif premier.

Elle rappelle que la proposition originale de la Commission européenne avait soulevé trois interrogations:

- le risque d'une délocalisation géographique des activités;
- le risque de l'utilisation abusive de montages et la création de nouveaux produits financiers non visés par la TTF;
- le risque d'un impact important sur la liquidité des marchés.

Aussi, Mme Maggiulli considère qu'il importe de prendre en compte ces éléments lors de l'élaboration d'une TTF. Elle plaide pour un impôt ayant une base imposable très large pour ne pas exclure certains produits financiers mais assorti d'un taux le plus bas possible. De même, il est opportun d'appliquer le système de résidence: la taxe sera due si l'une des parties à la transaction est établie dans un État membre de la coopération renforcée, quel que soit l'endroit où la transaction a lieu. Par conséquent, la taxe sera due que l'établissement financier participant à la transaction soit lui-même établi dans la zone TTF ou qu'il agisse pour le compte d'une partie établie dans cette zone.

2. L'état des lieux de la discussion

L'oratrice rappelle qu'en matière de fiscalité l'unanimité des États membres de l'Union européenne est nécessaire. Lors d'un Conseil ECOFIN à la mi-2012, il a été constaté que l'unanimité au sein du Conseil ne pourrait être atteinte pour l'adoption d'un système commun de taxe sur les transactions financières pour l'ensemble de l'Union comme proposé par la Commission. Cependant, plusieurs délégations avaient soutenu l'idée qu'il était néanmoins possible de progresser dans ce domaine au

boeken binnen een kleinere groep van lidstaten, via het mechanisme van nauwere samenwerking.

Op 22 januari 2013 nam de Raad van de Europese Unie een beslissing waarbij 11 lidstaten de toestemming kregen om door middel van nauwere samenwerking een gemeenschappelijk stelsel van belasting op financiële transacties in te stellen. Het mandaat bepaalt dat die groep van 11 Staten zal blijven onderhandelen op basis van het voorstel van de Europese Commissie.

Dit voorstel van de Commissie stemde, wat het toepassingsveld en de doelstellingen betreft, grotendeels overeen met het oorspronkelijke FTT-voorstel van de Commissie uit 2011. Sindsdien onderhandelen de 11 Staten voort maar werd nog geen eensluitend akkoord bereikt. De onderhandelingen hebben tot dusver nog niet veel opgeleverd. Een struikelblok is het bepalen van de te belasten producten en operatoren.

Inzake de lijst van de financiële producten waarvoor de FTT geldt, wordt in het huidige voorstel verwezen naar de aandelen en de obligaties, met uitzondering van de overheidsschuldtitels.

In het Commissievoorstel wordt de primaire markt niet belast. De FTT geldt alleen voor de secundaire markt. Wanneer het om derivaten gaat, wordt de primaire markt echter niet buiten beschouwing gelaten. Particuliere obligaties, ten slotte, zijn niet zeer liquide.

3. *Het standpunt van België*

Mevrouw Maggiori merkt op dat België thans voorstelt om alle derivaten uit te sluiten van het toepassingsveld van de FTT, ook die welke betrekking hebben op de overheidsschuld; in totaal gaat het om 80 % van de derivaten.

Het vraagstuk van de overheidsschuld laat de spreker niet onverschillig, maar toch vindt ze dat het weglaten van 80 % van de derivaten uit het toepassingsveld van de FTT niet gerechtvaardigd is, aangezien de derivatenmarkt gegroeid is uit het beheer van de overheidsschuld.

Het argument om rekening te houden met de omvang van het land is ook niet relevant. De spreker wijst er immers op dat andere landen die een belasting op financiële transacties hebben ingevoerd – waaronder Italië – hebben moeten lenen tegen een veel hogere rentevoet dan België. Uit de analyse van de fundamentele parameters blijkt dat dit argument geen steek houdt.

sein d'un groupe plus restreint d'États membres et ce par le truchement de la coopération renforcée.

Le 22 janvier 2013, le Conseil de l'Union européenne a adopté une décision autorisant 11 États membres à établir, par le biais de la coopération renforcée, un système commun de taxe sur les transactions financières. Le mandat précise que ce groupe de 11 États continuera de négocier sur la base de la proposition de la Commission européenne.

Cette proposition de la Commission, pour l'essentiel, correspondait en ce qui concerne le champ d'application et les objectifs à la proposition initiale relative à la TTF présentée par la Commission en 2011. Depuis lors, les 11 États négocient et ne sont pas encore arrivés à un accord unanime. À ce stade, les négociations ne sont pas concluantes et butent notamment sur les définitions des produits et des opérateurs à taxer.

En ce qui concerne la liste des produits financiers soumis à la TTF, la proposition actuelle vise les actions et les obligations à l'exception des titres de dettes publiques.

Dans la proposition de la Commission, le marché primaire n'est pas imposé. Seul le marché secondaire est visé. Par contre, en ce qui concerne les produits dérivés, le marché primaire est également visé. En ce qui concerne les obligations privées, elles sont peu liquides.

3. *La position de la Belgique*

Mme Maggiori relève que la Belgique propose actuellement de soustraire du champ d'application de la TTF tous les produits dérivés en ce y compris ceux qui sont en lien avec la dette publique; soit 80 % des produits dérivés.

Tout en étant sensible à la problématique de la dette publique, l'intervenante estime que l'exclusion de 80 % des produits dérivés du champ d'application de la TTF ne se justifie pas car le marché des produits dérivés est né de la gestion de la dette publique.

De même, l'argument avancé relatif à la taille du pays n'est pas pertinent. En effet, l'oratrice rappelle que d'autres pays qui ont instauré une TTF (notamment l'Italie) ont dû emprunter à des taux plus élevés que la Belgique. L'analyse des paramètres fondamentaux démontrent que cet argument ne tient pas.

Inzake de vrijstelling voor de marktmakingactiviteiten, geeft mevrouw Maggiulli aan dat het zeer moeilijk is voor dezelfde operatoren de transacties die verricht worden als marktmakers, te onderscheiden van de verrichtingen voor eigen rekening. Omdat dit technisch onmogelijk is, bepaalt het huidige voorstel dat voor al deze verrichtingen een laag belastingpercentage wordt toegepast.

Wat ten slotte het verzoek van België betreft om de activa van de pensioenfondsen vrij te stellen, wijst de spreekster erop dat, in de veronderstelling dat de overheidsfondsen en bedrijfsobligaties zouden worden uitgesloten van de belastbare grondslag, een groot deel van de activa van de pensioenfondsen *de facto* al van de FTT zou zijn vrijgesteld.

4. De impact van de FTT op de pensioenregelingen en op de reële economie

De onderhandelaars gaan tevens na of het mogelijk is te voorkomen dat de FTT negatieve gevolgen heeft voor de pensioenregelingen (pensioenstelsels, pensioenfondsen en andere producten) en voor de “reële economie”.

Net zoals de *hedging* moeilijk los kan worden beschouwd van de andere financiële- en beurstransacties, is de impact van de FTT op de reële economie moeilijk in te schatten. Algemeen heeft elke belasting hoe dan ook een impact op de reële economie. Het heeft trouwens weinig zin de impact van één belasting na te gaan, integendeel: die impact moet worden gemeten op grond van een belastingstelsel van een Staat, waarbij rekening moet worden gehouden met de gunstige effecten van de herverdeling over een vrij lange periode.

Uit talrijke onderzoeken blijkt voorts dat er geen schadelijker belasting bestaat dan die op arbeid. Zo hebben de belastingen op arbeid een invloed op de werknemerslasten van de ondernemingen, en derhalve op de werkgelegenheid. Het is dus belangrijk dat de overheid de belastingregeling herschikt, inzonderheid wat de belastingen op de inkomsten uit arbeid betreft.

De spreekster preciseert dat in België al een operationele en ontvangstengenererende heffing op financiële transacties bestaat, met name de beurstaks. De belastbare grondslag van die taks is ruimer dan die van de taks die Frankrijk hanteert, aangezien België die taks ook op obligaties heft. Het verschil tussen de beide regelingen is dat de Belgische fiscus de taks heft op grond van de woonplaats, terwijl de Franse fiscus belast op grond van het land van uitgifte.

En ce qui l'exemption pour les activités de tenue de marché, Mme Maggiulli indique qu'il est très difficile d'isoler pour ces mêmes opérateurs les transactions effectuées en tant que teneurs de marché de celles effectuées pour leur propre compte. Vu cette impossibilité technique, la proposition actuelle consiste à appliquer à toutes ces opérations un taux d'imposition réduit.

Enfin, en ce qui concerne la demande de la Belgique visant à exonérer les actifs des fonds de pension, l'oratrice fait remarquer que dans l'hypothèse où les titres publics et les obligations *corporate* seraient exclues de la base imposable, une bonne partie des actifs des fonds de pension seraient *de facto* déjà exonérés de la taxe.

4. L'impact de la TTF sur les régimes de retraite et l'économie réelle

Les négociateurs examinent également les solutions possibles afin d'éviter que la TTF puisse avoir des effets négatifs sur les régimes de retraite (régimes de pension, fonds de pension et autres produits) et sur “l'économie réelle”.

De la même manière qu'il est difficile d'isoler le *hedging* des autres opérations boursières et financières, il est difficile d'évaluer l'impact de la TTF sur l'économie réelle. De manière générale, tout impôt a d'office un impact sur l'économie réelle et il n'y a d'ailleurs pas beaucoup de sens à analyser l'impact d'un seul impôt. Il convient au contraire d'analyser cet impact au départ du système fiscal d'un État et de prendre en compte les effets positifs de la redistribution et ce sur une période assez longue.

Par ailleurs, de nombreuses études démontrent que l'impôt le plus dommageable est celui lié au travail. Ainsi, les impôts sur le travail agissent sur les coûts de main-d'œuvre des entreprises et, par conséquent, sur l'emploi. Il importe donc aux autorités publiques de réorganiser leur fiscalité et plus particulièrement les impôts sur le revenu du travail.

L'oratrice précise que la Belgique connaît déjà une taxe sur les transactions financières (taxe boursière) qui est déjà opérationnelle et qui génère des recettes. La base imposable de cette taxe est plus large que celle de la taxe existante en France car elle comprend également les obligations. La différence réside en ce que le fisc belge taxe en fonction de la place de résidence alors que le fisc français taxe en fonction du lieu d'émission.

De impact van een eventuele FTT kan dus makkelijk worden nagegaan op basis van de in België vigerende taks, die *a priori* geen negatieve gevolgen voor de Belgische financiële markt heeft gehad, integendeel; België is vastbesloten die taks te behouden, aangezien de ontvangsten ervan in stijgende lijn gaan.

Wat Frankrijk betreft, spreekt het voor zich dat de invoering van een belasting een negatief kortetermijneffect heeft gehad. De gevolgen voor het transactievolume hebben er slechts één jaar aangehouden. Na de invoering van die taks werden de parameters (liquiditeit, volume) niet fundamenteel gewijzigd. Na verloop van twee en een half jaar is die taks ook in Frankrijk (net als in Italië) meer ontvangsten beginnen te genereren.

Er zijn in Europa dus voldoende voorbeelden te vinden waarop men het empirisch onderzoek kan baseren.

5. Belastingheffing op de nettopositie aan het einde van de dag versus belastingheffing per verrichting

Mevrouw Maggiulli geeft aan dat de in Frankrijk en in Italië vigerende heffingen op de financiële transacties dan wel op de nettopositie op het einde van de dag worden geheven, maar dat die landen er al mee hebben ingestemd een FTT per verrichting te hanteren, op voorwaarde dat een bijzondere regeling geldt voor de marktmakers; daaraan wordt momenteel gewerkt.

De spreekster beklemtoont dat het in de bedoeling ligt een belasting in te stellen zonder de markten te verstoren; daarom blijven de deviezen buiten schot.

Voor het overige vindt zij dat de financiële markten moeten bijdragen aan de reële economie en dat zij die moeten steunen. Zij betwijfelt of de *High Frequency Trading*-verrichtingen dat wel doen.

Met betrekking tot het vraagstuk van de btw-afrekbaarheid is dit een interessant voorstel. Niettemin rijst een probleem doordat de voor de financiële diensten geldende vrijstelling van btw voortvloeit uit het feit dat de precieze parameters moeilijk kunnen worden bepaald, aangezien de variabelen mettertijd evolueren. Doordat de *hedging*-procedure in wezen dient om zich in te dekken tegen schommelingen, is het moeilijk de belastbare grondslag, met name de toegevoegde waarde, te becijferen per verrichting. Voorts impliceert de vrijstelling van btw tevens dat de financiële sector geen btw kan aftrekken. De uiteindelijke situatie van de financiële sector varieert van het ene land tot het andere.

L'impact d'une éventuelle TTF peut donc facilement être étudiée à la lumière de la taxe actuelle en vigueur en Belgique qui *a priori* n'a pas eu d'effets négatifs sur le marché financier belge. Au contraire, la Belgique est déterminée à la conserver puisque les recettes de cette taxe sont croissantes.

En ce qui concerne la France, il est évident que l'introduction d'un impôt a eu un impact négatif à court terme. En France, cet effet sur le volume des transactions n'a duré qu'un an. Il n'y a pas eu de modifications fondamentales dans les paramètres (liquidités, volumes) suite à l'introduction de cet impôt. Après deux ans et demi, les recettes de cet impôt ont également augmenté en France. Il en est de même en Italie.

Il y a donc suffisamment d'exemples en Europe pour pouvoir mener des études empiriques.

5. Imposition sur la position nette en fin de journée versus imposition par opération

Mme Maggiulli précise que si les taxes sur les transactions financières en vigueur en France et en Italie taxent les positions nettes en fin de journée, ces pays ont toutefois déjà marqué leur accord pour une TTF qui serait applicable par opération à la condition qu'il y ait une considération particulière pour les teneurs de marché, ce qui est en train d'être acquis.

L'oratrice souligne que le but est d'instaurer un impôt sans générer une déstabilisation des marchés; raison pour laquelle les devises ne sont pas visées.

Pour le surplus, elle considère que les marchés financiers doivent contribuer et soutenir l'économie réelle. Elle doute que les opérations de *High Frequency Trading* contribuent à l'économie réelle.

En ce qui concerne la problématique de la déductibilité de la TVA, cette proposition est intéressante. Toutefois, la difficulté réside dans le fait que l'exonération de la TVA dont jouissent les services financiers découle du fait qu'il est difficile d'identifier les paramètres précis car les variables évoluent dans le temps. De par l'essence même du *hedging* par lequel on se couvre d'une variation, il est difficile de chiffrer la base imposable, c'est-à-dire la valeur ajoutée opération par opération. Par ailleurs, l'exonération de la TVA implique également que le secteur financier ne peut pas déduire la TVA. La situation nette du secteur financier varie de pays à pays.

B. Uiteenzetting van de heer Gunther Wuyts, KULeuven

1. Historiek van de FTT

De heer Gunther Wuyts, professor KULeuven, geeft aan dat het idee van de financiële transactietaks (FTT) niet nieuw is. Zo heeft professor Keynes in 1936 al gewezen op de gevaren van te grote liquiditeit en van speculatie. Ook professor Tobin heeft in 1978 geduid op macro-economische distorsies. Beide professoren pleiten voor een FTT als mogelijke oplossing.

2. Economische argumenten

a. Het genereren van inkomsten

De FTT genereert op een gemakkelijke manier inkomsten die kunnen worden aangewend voor het financieren van overheidsinvesteringen, ontwikkelingshulp en het dekken van de kosten van de financiële crisis.

Het gevaar bestaat echter dat inkomsten kleiner zijn dan verwacht en dalen overheen de tijd. Agenten passen namelijk hun gedrag aan als antwoord op de FTT. Zo is door de invoering van een FTT ("*stamp duty*") in het Verenigd Koninkrijk de markt voor CFD's (*contracts for difference*) snel gegroeid (tot meer dan 40 % van trading op de *London Stock Exchange*), deels door haar uitzondering op de *stamp duty*. In de periode 2001-2013 zijn de inkomsten uit de *stamp duty* bijna gehalveerd.

Evoluties in marktstructuur beïnvloeden dus de inkomsten. Financiële innovatie zorgt voor het creëren van nieuwe financiële producten die niet aan de FTT onderworpen zijn. Ook beleggingsstrategieën kunnen in die zin worden aangepast.

b. FTT reduceert speculatie

De invoering van een FTT kan de speculatie reduceren en kan de handel door speculanten, die handelen op basis van twijfelachtige informatie (bv. prijsveranderingen uit het verleden) verminderen (bv. *de high frequency traders*). Dit heeft in principe een aantal voordelen: het verminderen van *bubbles* en misprijzen van activa, een daling van de volatiliteit en meer focus op de langere termijn.

Anderzijds kan een FTT ertoe leiden dat andere types handelaars uit de markt worden gedreven worden. *High frequency traders* zijn ook dikwijls marktmakers. Als

B. Exposé de M. Gunther Wuyts, KULeuven

1. Historique de la TTF

M. Gunther Wuyts, professeur à la KULeuven, indique que l'idée d'une taxe sur les transactions financières (TTF) ne date pas d'hier. En 1936, le professeur Keynes pointait déjà les risques inhérents à une liquidité excessive et à la spéculation. En 1978, le professeur Tobin mettait aussi en évidence des distorsions macroéconomiques. Pour remédier à ces problèmes, tous deux recommandaient une TTF.

2. Arguments économiques

a. Générer des revenus

La TTF est une manière simple de produire des recettes susceptibles de financer les investissements publics et l'aide au développement et de compenser les coûts de la crise financière.

Le risque est toutefois que les recettes soient inférieures aux attentes et qu'elles se réduisent au fil du temps. Les agents adaptent en effet leur comportement en réponse à la TTF. C'est ainsi qu'au Royaume-Uni, l'instauration d'une TTF ("*stamp duty*") s'est traduite par une croissance rapide (jusqu'à plus de 40 % des échanges à la Bourse de Londres) du marché des CFD (*contracts for difference*), en raison notamment de son exemption de la *stamp duty*. Durant la période 2001-2013, les recettes de la *stamp duty* ont presque baissé de moitié.

Les évolutions de la structure du marché influencent donc les recettes. L'innovation financière génère de nouveaux produits financiers non soumis à la TTF. Les stratégies d'investissement peuvent également être adaptées en ce sens.

b. La TTF réduit la spéculation

L'instauration d'une TTF est susceptible de réduire la spéculation et, partant, le négoce réalisé par les spéculateurs, qui opèrent sur la base d'informations douteuses (par exemple, les traders à haute fréquence). En principe, cela présente certains avantages: une réduction des bulles et des valorisations erronées des actifs, une baisse de la volatilité et une focalisation accrue sur le long terme.

Par contre, la TTF peut avoir pour conséquence l'éviction du marché d'autres types d'acteurs. Les traders à haute fréquence sont aussi souvent des teneurs

deze traders uit de markt verdwijnen, zal het verhandeld volume dalen en kan dit leiden tot een verslechtering van liquiditeit en prijsvorming. Hetzelfde geldt voor de institutionele beleggers.

c. FTT vermindert de liquiditeit in de markt

De FTT vermindert de liquiditeit in de markt. Het is een extra kost waarvoor compensatie nodig.

Zowel Tobin als Keynes zijn van mening dat de markten te liquide zijn en dat er dus een FTT nodig is om de markt minder liquide te maken. Teveel liquiditeit leidt volgens hen tot meer speculatie en kortetermijndenken (*dark view* op liquiditeit).

Anderzijds zijn er economen die menen dat meer liquiditeit zal leiden tot meer investeerders. Aangezien ze gemakkelijk kunnen kopen en verkopen, zullen de investeerders makkelijker in de markt stappen zodat de markt stabiel wordt. Onderzoek toont bovendien aan dat liquiditeit belangrijk is voor een aantal agenten in de markt zoals investeerders, beurzen, bedrijven, regulatoren en de overheid. Volgens deze visie moet liquiditeit dus worden gepromoot (*bright view* op liquiditeit).

d. FTT verbetert de prijsvorming

De FTT drijft de speculanten en de *noise traders* uit de markt. Dit kan leiden tot informatievere prijzen en efficiëntere markten.

Anderzijds kan de FTT andere types traders uit de markt drijven waardoor de prijsvorming vertraagt en de markten minder efficiënt worden.

e. FTT en volatiliteit

Eenzijds kan men aanvoeren dat de FTT de volatiliteit vermindert doordat het de speculatie en de *noise trading* vermindert. Anderzijds zijn er economen die zeggen dat de FTT de volatiliteit juist aanzwengelt omdat er minder liquiditeit is en minder tegenpartijen.

3. Reële effecten

a. Kapitaalkost voor bedrijven en financieringskeuze

FTT kan leiden tot een verhoging van de kapitaalkost voor bedrijven. Liquiditeit is een bron van risico voor investeerders, naast andere risico's. Investeerders willen een compensatie voor risico, ze willen een hogere

de markt. Si ces traders disparaissent du marché, le volume des échanges diminuera, au risque d'entraîner une dégradation de la liquidité et de la formation des prix. Il en va de même pour les investisseurs institutionnels.

c. La TTF réduit la liquidité sur le marché

La TTF réduit la liquidité sur le marché. Elle génère un coût supplémentaire, qui devra être compensé.

Tant Tobin que Keynes estiment que les marchés sont trop liquides et qu'une TTF est dès lors nécessaire afin d'en diminuer la liquidité. Ils considèrent qu'une liquidité excessive entraîne plus de spéculation et de courttermisme (*dark view* de la liquidité).

Par contre, certains économistes estiment qu'une plus grande liquidité aura pour effet d'accroître le nombre d'investisseurs. Ces derniers étant en mesure d'acheter et de vendre facilement, il leur sera plus aisé d'accéder au marché, si bien que celui-ci sera plus stable. Des études montrent en outre que la liquidité est importante pour une série d'agents sur le marché tels que les investisseurs, les bourses, les entreprises, les régulateurs et les pouvoirs publics. Pour les tenants de ce point de vue, la liquidité doit par conséquent être favorisée (*bright view* de la liquidité).

d. La TTF améliore la formation des prix

La TTF chasse les spéculateurs et les *noise traders* du marché, ce qui peut accroître l'informativité des prix et l'efficacité des marchés.

Par contre, la TTF peut chasser d'autres types de traders du marché, ce qui ralentit la formation des prix et réduit l'efficacité des marchés.

e. TTF et volatilité

D'une part, on peut arguer que la TTF réduit la volatilité parce qu'elle réduit la spéculation et le *noise trading*. D'autre part, certains économistes affirment que la TTF stimule précisément la volatilité parce qu'il y a moins de liquidité et de contreparties.

3. Effets réels

a. Coût du capital des entreprises et choix de financement

La TTF peut entraîner une augmentation du coût du capital pour les entreprises. La liquidité est une source de risques pour les investisseurs, outre les autres risques. Les investisseurs veulent une compensation

return voor illiquide activa. Dit impliceert een hogere kapitaalkost voor bedrijven.

De keuze van financiers kan ook veranderen en vertekend worden, afhankelijk van op welke producten een FTT van toepassing is.

b. Verbeteren van de allocatie van kapitaal

Door de focus op de lange termijn reduceert de FTT inefficiënte investeringen (bv. in HFT technologie). Dit zorgt ervoor dat kapitaal op de meest productieve manier wordt aangewend (zie Keynes eerder).

c. Verbeteren van het corporate governance

Door de verminderde focus op de korte termijn, doen bedrijven betere investeringen, meer op de langere termijn gericht. Anderzijds hebben bedrijven met meer kortetermijninvesteerdereen betere langetermijnperformantie. Deze bedrijven doen namelijk meer inspanningen om zich aan te passen aan een nieuwe meer competitieve omgeving.

d. Impact op de financiële sector

De FTT zal ertoe leiden dat de financiële sector de kosten zal doorrekenen aan de klanten. Bovendien is het mogelijk dat bepaalde activiteiten verhuizen en dat strategieën worden aangepast.

e. Sociale aspect

De FTT kan ertoe leiden dat de er belasting wordt geheven op kapitaal in plaats van op arbeid. Het kan dus tot een belastingverschuiving leiden.

4. Case study: Frankrijk 2012

Op 1 augustus 2012 werd in Frankrijk een FTT (*stamp duty*) geïntroduceerd voor een subset van Franse aandelen (namelijk aandelen met een marktkapitalisatie groter dan 1 miljard euro). De taks bedraagt 20 basispunten (0.2 %) van de transactieprijs, te betalen door de koper op dagelijkse netto veranderingen in de positie. De taks was van toepassing op alle trades op elk platform en OTC markten, behalve op marktmakers, nieuw uitgegeven aandelen, transacties van *clearing houses* en aandelenplannen van werknemers.

pour le risque encouru, ils veulent un rendement plus important pour les actifs illiquides, ce qui implique un coût du capital plus élevé pour les entreprises.

Le choix du financement peut également changer et être faussé, en fonction des produits auxquels la TTF s'applique.

b. Amélioration de l'allocation du capital

Du fait que l'accent est mis sur le long terme, la TTF réduit les investissements inefficaces (par exemple dans la technologie du HFT). Il en résulte que le capital est alloué de la manière la plus productive (cf. Keynes ci-avant).

c. Amélioration de la gouvernance d'entreprise

L'accent étant moins mis sur le court terme, les entreprises procèdent à de meilleurs investissements, davantage axés sur le long terme. D'autre part, les entreprises ayant plus d'investisseurs à court terme ont une meilleure performance à long terme, dès lors qu'elles consentent plus d'efforts pour s'adapter à l'évolution d'un marché plus compétitif.

d. Impact sur le secteur financier

Une des conséquences de la TTF est que le secteur financier en répercutera les coûts sur les clients. Il est en outre possible que certaines activités soient transférées et que l'on observe une adaptation des stratégies.

e. Aspect social

La TTF peut conduire à taxer le capital plutôt que le travail. Elle peut donc entraîner un glissement fiscal.

4. Étude de cas: France 2012

Le 1^{er} août 2012, une TTF ("*stamp duty*" ou droits de timbre) est introduite en France pour un sous-ensemble d'actions françaises (à savoir les actions dont la capitalisation boursière dépasse un milliard d'euros). Cette taxe s'élève à 20 points de base (0,2 %) du prix de la transaction et doit être acquittée par l'acheteur sur les changements journaliers nets de position. La taxe s'applique à l'ensemble des transactions sur chaque plateforme et sur les marchés de gré à gré, à l'exception des teneurs de marché, des actions nouvellement émises, des transactions des chambres de compensation et des plans d'actionnariat des travailleurs.

De Franse FTT geldt enkel bij de overdracht van eigendom en is dus verschuldigd op het einde van de dag als de nettopositie wordt bepaald. De FTT in het Europese voorstel heeft daarentegen tot doel elke transactie te belasten.

Het effect van de Franse FTT op markt was dat:

- het volume daalt met 10 %;
- geen effect op volatiliteit;
- de liquiditeit verslechtert;
- de prijsvorming daalt (en wordt minder efficiënt);
- grotere effecten voor aandelen waar er geen *high frequency traders* optreden als marktmaker (zijn vrijgesteld);
- de informatiedoorstroming tussen platformen daalt;
- institutionele investeerders reduceren volume;
- vooral investeerder met een hoge *turnover* verminderen zowel hun activiteit als de hoeveelheid Franse aandelen in hun portefeuille.

5. Conclusie

De heer Wuyts besluit dat een FTT op theoretisch vlak een aantal interessante voordelen biedt. Echter zijn er ook een aantal neveneffecten. Academisch onderzoek toont aan dat de voordelen zeker niet altijd doorwegen en dat er ook minder positieve effecten zijn.

Er is ook aandacht en meer onderzoek nodig naar de reële effecten van een FTT voor bedrijven, de financiële sector en de overheden.

De design (toepassingsgebied, belastbare basis, tarief enzovoort) van de FTT is van cruciaal belang.

C. Uiteenzetting van de heer Lieven Denys, hoogleraar aan de VUB

De heer Lieven Denys, professor aan de VUB, onderschrijft grotendeels hetgeen de voorgaande spreker van de Europese Commissie heeft uiteengezet en vermijdt

La TTF française ne s'applique qu'en cas de transfert de propriété et est donc due en fin de journée, à la détermination de la position nette. Dans la proposition européenne, en revanche, la TTF a pour but de taxer toutes les transactions.

La TTF française a eu, sur le marché, les conséquences suivantes:

- une baisse du volume de 10 %;
- une aucun effet sur la volatilité;
- une détérioration des liquidités;
- une dégradation de la formation des prix (et perte d'efficacité);
- des effets accrus sur les actions sur lesquelles les traders à haute fréquence n'agissent pas en tant que teneurs de marché (ils sont exonérés de la taxe);
- une diminution de la transmission d'informations entre plateformes;
- une baisse du volume des investisseurs institutionnels;
- une réduction de l'activité et de la quantité d'actions françaises détenues en portefeuille, surtout de la part d'investisseurs appliquant un taux de rotation élevé.

5. Conclusion

M. Wuyts conclut qu'une TTF présente, sur le plan théorique, un certain nombre d'avantages intéressants. Elle s'accompagne toutefois aussi d'un certain nombre d'effets secondaires. La recherche universitaire montre que les avantages ne l'emportent pas toujours et qu'il y a également des effets moins positifs.

Il convient également d'examiner et d'analyser davantage les effets réels d'une TTF pour les entreprises, le secteur financier et les pouvoirs publics.

La configuration (champ d'application, base imposable, taux, etc.) de la TTF revêt une importance cruciale.

C. Exposé de M. Lieven Denys, VUB

M. Lieven Denys, professeur à la VUB, se rallie en majeure partie à l'exposé du préopinant de la Commission européenne et indique qu'il évitera des

overlapping door verwijzing naar zijn bijgeleverde projectiedocumenten. Hij verwijst naar de historie van de FTT. Hij legt uit dat de professor Keynes (1936) met de FTT vooral de speculatie op de aandelenmarkten wilde inperken. Professor Tobin (1972) beoogde met de invoering van een Tobintaks vooral de excessen in de geldmarkten (valutahandel) aan te pakken.

Het Belgische voorstel voor een Tobintaks uit 2000 volgt het Spahn-model dat gebaseerd is op de principes van professor Tobin. Deze taks is enkel van toepassing op de valutahandel.

Het Europese voorstel van FTT dat nu voorligt, is weer een algemene transactiebelasting die van toepassing is op alle transacties en dus niet alleen op de valutahandel (zoals de Tobintaks). Het voorstel is wat valutahandel betreft thans beperkt tot derivaten van valuta, hetgeen het leeuwendeel van de valutahandel betreft.

Om het belang van de financiële markten in de globale economie aan te tonen, haalt de heer Denys een aantal cijfers aan. De financiële markten vertegenwoordigers 50 à 60 maal het wereldwijd bruto nationaal product. Transacties met aandelen en obligaties staan voor 15 à 20% en derivaten 80 à 85%. De financiële markten nemen dus duidelijk veel grotere proporties aan dan de reële economie. In België alleen al vonden er in 2013 per dag alleen al voor ongeveer 30 miljard dollar aan financiële transacties plaats, alleen al in de valutahandel en de rentederivaten buiten de beurs.

Het Europese voorstel dat nu voorligt, werd gesteund door 11 lidstaten. Deze lidstaten maken 90 % uit van de economie van de eurozone en tweederde van de economie van de hele Europese Unie. Recent heeft Estland de procedure van versterkte samenwerking verlaten waardoor er 10 lidstaten over blijven.

Op 8 december 2015 werd er tussen de 10 lidstaten een akkoord bereikt over de krijtlijnen van een FTT. Wat de aandelen betreft, werd er overeengekomen dat er een uitzondering komt voor de agents en de "*clearing members*" en een kleine uitzondering voor de "*market makers*". Bovendien zou de FTT alleen van toepassing zijn op aandelen die uitgegeven zijn in de deelnemende lidstaten. Wat de obligaties betreft, ziet het er naar uit dat overheidsobligaties zullen worden uitgesloten. Blijkbaar vraagt de Belgische regering ook nog eens een uitzondering voor afgeleide producten (*derivatives*) op obligaties. De heer Denys wijst erop dat door al deze

redondances en renvoyant à sa présentation powerpoint. Il renvoie à l'historique de la TTF. Il explique que le professeur Keynes (1936) voulait, avec la TTF, surtout brider la spéculation sur les marchés boursiers. Par l'instauration d'une taxe Tobin, le professeur Tobin (1972) visait surtout à lutter contre les excès sur les marchés monétaires (commerce des devises).

La proposition belge d'une taxe Tobin (2000) suit le modèle Spahn, qui est basé sur les principes du professeur Tobin. Cette taxe s'applique uniquement aux transactions en devises.

La proposition européenne de TTF à l'examen est une taxe générale sur les transactions qui s'applique à toutes les transactions et donc pas seulement aux transactions en devises (comme la taxe Tobin). La proposition est en ce qui concerne les transactions en devises limitée aux dérivés sur devises ce qui représente la plus grande part du commerce des devises.

M. Denys cite une série de chiffres afin de démontrer l'importance des marchés financiers dans l'économie globale. Les marchés financiers représentent 50 à 60 fois le produit national brut mondial. Les transactions en actions et en obligations représentent 15 à 20% et les dérivés 80 à 85%. Les marchés financiers prennent dès lors manifestement des proportions beaucoup plus grandes que l'économie réelle. Rien que pour la Belgique, le montant des transactions financières effectuées quotidiennement en 2013 s'élevait à quelque 30 milliards de dollars, rien que dans le commerce des devises et des produits dérivés de taux d'intérêt en dehors de la bourse.

La proposition européenne à l'examen était initialement soutenue par 11 États membres. Ces États membres représentent 90 % de l'économie de la zone euro et deux tiers de l'économie de l'ensemble de l'Union européenne. L'Estonie s'est récemment retirée de la procédure de coopération renforcée, si bien qu'il reste 10 États membres.

Le 8 décembre 2015, un accord concernant le cadre d'une TTF a été conclu entre les 10 États membres. Concernant les actions, il a été convenu qu'une exception serait prévue pour les agents et les "*clearing members*" et qu'une petite exception serait prévue pour les teneurs de marché ("*market makers*"). En outre, la TTF s'appliquerait uniquement aux actions qui ont été émises dans les États membres participants. Quant aux obligations, il semble que les obligations d'État seront exclues. Le gouvernement belge demande visiblement aussi une exception pour les produits dérivés (*derivatives*) sur obligations. M. Denys souligne que le champ

uitzonderingen het toepassingsgebied van de FTT enorm zal worden uitgehold. De spreker betreurt deze gang van zaken als strijdig met het gelijkheidsbeginsel (economisch het gelijke speelveld).

Er blijven toch nog wel een aantal knelpunten die de onderhandelingen bemoeilijken:

— het vrijwaren van de reële economie

Voor *hedging* wordt een vrijstelling voorzien voor de eigen helft van de transacties tot vijf maal de jaaromzet. De heer Denys doet de suggestie om een onderscheid te maken tussen *hedging* die gelinkt is aan commerciële risico's en *hedging* die zuivere financiële transacties. Zodoende kan er ook een vrijstelling komen voor *hedging* dat gelinkt is met commerciële transacties vergelijkbaar met het creditsysteem gebruikelijk in de BTW-wetgeving.

De spreker wijst erop dat de opbrengst van de FTT kan worden aangewend om een taxshift te financieren of de staatsschuld verder af te bouwen op voorwaarde dat de opbrengst toekomt aan de nationale lidstaten. De FTT, zoals opgevat in het voorstel van de Europese Commissie zou voor België een jaarlijkse opbrengst van 1,3 miljard euro kunnen genereren. Naarmate het toepassingsgebied kleiner wordt gemaakt, zal ook de opbrengst dalen.

— overheidsschuld

Er moet wel nader onderzocht worden of er een verband is tussen een FTT op afgeleide producten en de overheidsschuld. De spreker betwijfelt of er een significant verband is. Een kosten (staatsschuld)–baten (FTT) analyse dringt zich op. Juridisch gezien kan men zich afvragen of het vrijstellen van derivaten die verbonden zijn met de staatsschuld geen selectieve staatssteun inhoudt.

— pensioenfondsen en verzekeringen

Zowel de pensioenfondsen en de verzekeringssector pleiten voor een vrijstelling van de FTT. De spreker betwijfelt het belang ervan. Er moet worden onderzocht wat de gevolgen daarvan zijn. De vraag stelt zich dan ook in hoeverre ook levensverzekeringen moeten worden vrijgesteld.

De heer Denys besluit dat bij het beoordelen van de FTT de belastingheffing op de financiële sector moet worden afgezet op de belastingheffing in de reële economie. Men kan zich dan de vraag stellen of de financiële sector evenredig wordt belast met andere sectoren.

d'application de la TTF sera considérablement vidé de sa substance par toutes ces exceptions, ce qu'il déplore. Il considère cela comme étant contraire au principe d'égalité (*level playing field*).

Il subsiste néanmoins une série d'écueils qui compliquent les négociations:

— la préservation de l'économie réelle:

Pour le *hedging*, une exonération est prévue pour la propre moitié des transactions jusqu'à cinq fois le chiffre d'affaires annuel. M. Denys suggère d'opérer une distinction entre le *hedging* lié à des risques commerciaux et celui qui concerne des transactions purement financières. De cette manière, une exonération peut également être prévue pour le *hedging* lié à des transactions commerciales, comparable au système de crédit utilisé dans la législation en matière de TVA.

L'orateur relève qu'on pourrait affecter les recettes de la TTF pour financer un tax shift ou continuer à résorber la dette publique, pour autant que ces recettes reviennent aux autorités nationales des États membres. La TTF, telle que la conçoit la Commission européenne dans sa proposition, pourrait rapporter quelque 1,3 milliard d'euros par an à la Belgique. Mais plus on réduira son champ d'application, plus on réduira les recettes qu'elle génère.

— dette publique

La question qu'il faut toutefois approfondir est de savoir s'il existe un lien entre une TTF sur les produits dérivés et la dette publique. L'orateur doute quant à l'existence d'un lien significatif. Une analyse coûts (dette publique)/profits (TTF) s'impose. D'un point de vue juridique, on peut se demander si l'exonération des produits dérivés liés à la dette publique ne constitue pas une aide d'État sélective.

— fonds de pension et assurances

Tant les fonds de pension que le secteur des assurances plaident pour une exonération de la TTF. L'orateur doute de l'importance de celle-ci. Il convient d'examiner quels en seraient les effets. La question se pose dès lors de savoir dans quelle mesure les assurances sur la vie doivent également être exonérées.

M. Denys conclut qu'il faut, lors de l'évaluation de la TTF, comparer la taxation appliquée au secteur financier avec la taxation appliquée à l'économie réelle. On peut alors se demander si le secteur financier est, fiscalement parlant, logé à la même enseigne que d'autres secteurs.

Ten slotte beveelt de spreker nog aan om de financiële transactiebelasting uit te bouwen op drie niveaus met geëigende autonome tariefzetting en budgettaire bestemming:

— een lokale FTT op particuliere investeerders (retailmarkt) voor het nationale/gewestelijke budget (van beursbelasting naar overal FTT);

— een regionale EU-FTT op financiële effecten (met inbegrip van derivaten) in de EU voor het EU-budget (met verrekening met bbp-bijdrage);

— een wereldwijde FTT op valuta (met inbegrip van derivaten).

D. Vragen en opmerkingen van de leden

De heer Stéphane Crusnière (PS) geeft aan dat deze hoorzitting verhelderend is en het mogelijk maakt een beter inzicht te krijgen in het Belgische standpunt in de debatten die binnen de nauwere samenwerking plaatsvinden.

Meer bepaald wijst hij erop dat mevrouw Maggiulli heeft kunnen antwoorden op alle argumenten die de minister van Financiën heeft aangevoerd om de ter bespreking voorliggende tekst niet te aanvaarden. Zo heeft de spreekster het argument ontkracht dat de FTT nefaste gevolgen zou hebben voor de Belgische economie en ertoe zou leiden dat financiële activiteiten uit ons land zouden worden weggehaald. Daar blijkt nu niets van aan te zijn.

Voorts is hij ervan overtuigd dat het vraagstuk van fiscale billijkheid de regering, wanneer zij de mogelijke effecten van een belasting tegen het licht houdt, ertoe zal verplichten niet alleen die belasting onder de loep te nemen, maar de fiscaliteit in al haar onderdelen. In België staat echter niet ter discussie dat arbeid veruit het zwaarst wordt belast. Dankzij de toepassing van een FTT zal de fiscale druk op arbeid op middellange termijn kunnen worden verminderd.

In diezelfde gedachtegang stelt het lid vast dat mevrouw Maggiulli heeft aangegeven dat het feit dat de primaire markten van die zogenoemde FTT zijn vrijgesteld, geen impact op de reële economie zal hebben.

Aangaande de door de minister van Financiën gevraagde uitsluiting van derivaten uit het toepassingsgebied peilt het lid naar het standpunt van de andere Staten die deel uitmaken van de nauwere samenwerking. Is een

Enfin, l'orateur recommande également de structurer la taxe sur les transactions financières sur trois niveaux en prévoyant une tarification autonome et une affectation budgétaire appropriées:

— une TTF locale sur les investisseurs privés (marché de détail) pour le budget national/régional (d'une taxe boursière à une TTF partout);

— une TTF-UE sur les instruments financiers (y compris les produits dérivés) au sein de l'Union européenne pour le budget de l'UE (avec compensation au moyen d'une contribution PIB);

— une TTF mondiale sur les devises (y compris les produits dérivés).

D. Questions et remarques des membres

M. Stéphane Crusnière (PS) indique que la présente audition est éclairante et permet de mieux situer la position belge dans les débats qui se tiennent au sein de la coopération renforcée.

Il relève en particulier que Mme Maggiulli a pu répondre à tous les arguments avancés par le ministre des Finances, pour ne pas accepter le texte en discussion. L'oratrice a ainsi pu contester l'argument selon lequel la TTF aurait des effets néfastes pour l'économie belge et entraînerait des délocalisations d'activités financières. Il apparaît qu'il n'en est rien.

Par ailleurs, il est également convaincu que la problématique d'une équité fiscale obligera le gouvernement, lorsqu'il examine les effets potentiels d'une taxe, à ne pas isoler celle-ci mais à appréhender l'ensemble de la fiscalité. Or, en Belgique, il n'est pas contesté que l'impôt sur le travail est de loin celui le plus élevé. L'application d'une TTF permettra à moyen terme de diminuer la pression fiscale sur le travail.

Dans le même ordre d'idées, le membre constate que Mme Maggiulli a indiqué que l'exemption des marchés primaires de ladite TTF n'aura pas d'impact sur l'économie réelle.

En ce qui concerne l'exclusion des produits dérivés du champ d'application demandée par le ministre des Finances, le membre s'interroge quant à la position adoptée par les autres États faisant partie de la

FTT waarvoor in 80 % van de gevallen een vrijstelling zou gelden, nog wel zinvol?

Aangaande het argument in verband met de “omvang” van België en van diens economie noteert het lid dat dit door de minister van Financiën aangevoerde argument geen steek houdt, zoals mevrouw Maggiulli heeft aangetoond.

De heer Crusnière heeft ten slotte nog vragen over het momenteel gevolgde tijdspad voor de toekomstige invoering van de FTT en over de gevolgen van een eventuele *Brexit* voor dat tijdspad. Zal men overwegen de FTT te laten varen om aldus een toegeving te doen aan Groot-Brittannië, in ruil voor een handhaving van zijn lidmaatschap van de Europese Unie?

De heer Dirk Van der Maelen (sp.a) blijft erbij dat het FTT-dossier tekenend is voor de kracht waarmee de lobbygroepen van de financiële sector te werk gaan. Dankzij onderzoeken die zij zelf hebben gefinancierd, zijn die lobbygroepen erin geslaagd de FTT te herleiden tot een lege doos:

— om het debat over het onderscheid tussen al dan niet speculatieve verrichtingen uit de weg te gaan, is de financiële lobby er in de eerste plaats in geslaagd een brede belastinggrondslag te doen aannemen, in ruil voor een uiterst laag belastingtarief, namelijk 0,01 %;

— momenteel trachten zij de Staten ertoe over te halen een hele reeks financiële verrichtingen of transacties van die belastinggrondslag te doen uitsluiten, opdat die FTT uiteindelijk niet langer interessant genoeg zou zijn voor de Staten die haar willen invoeren.

Het lid is dan ook verheugd over de informatie die mevrouw Maggiulli vandaag heeft meegedeeld. Die informatie sterkt het lid in zijn overtuiging dat België, sinds de huidige minister van Financiën zijn ambt heeft opgenomen, ervoor heeft gekozen afstand te doen van die FTT. Het bewijs daarvoor ziet hij in het feit dat België ervoor pleit dat derivaten ruimschoots zouden worden vrijgesteld (*futures*, renteswaps). Dat Belgisch standpunt komt er echter op neer dat ongeveer de helft van de derivaten zou worden vrijgesteld; in werkelijkheid zou de Tobin-taks dan compleet zijn uitgehold.

Daarbij aansluitend stelt het lid vast dat België er eveneens voorstander van is om de door de pensioenfondsen uitgevoerde transacties vrij te stellen van de belasting.

Voorts vraagt hij zich af of de standpunten die de minister van Financiën over dit onderwerp heeft

coöperatie versterkt? Une TTF qui serait exemptée à concurrence de 80 % a-t-elle encore un sens?

En ce qui concerne l'argument lié à la “taille” de la Belgique et celle de son économie, le membre prend acte que cet argument avancé par le ministre des Finances ne tient pas comme l'a démontré Mme Maggiulli.

Enfin, M. Crusnière s'interroge encore quant au calendrier qui est actuellement suivi pour l'instauration future de la TTF et quant aux conséquences d'un éventuel “Brexit” sur ce calendrier? L'abandon de cette TTF risque-t-elle de faire l'objet d'une concession au Royaume-Uni en échange de son maintien au sein de l'Union européenne?

M. Dirk Van der Maelen (sp.a) ne peut s'empêcher de considérer que le dossier relatif à la TTF est exemplatif de la force avec laquelle les lobbys du secteur financier agissent. Au moyen d'études qu'ils ont eux-mêmes financées, ces lobbys ont réussi à réduire la TTF à une peau de chagrin:

— afin d'éviter le débat relatif à la distinction entre opérations spéculatives ou non, les lobbys ont réussi à faire adopter dans un premier temps une base imposable large en échange d'un taux d'imposition extrêmement réduit; soit 0,01 %;

— ils tentent aujourd'hui de convaincre les États d'exclure de cette base toute une série d'opérations ou de transactions financières pour qu'au final cette TTF ne soit effectivement plus assez intéressante aux yeux des États qui souhaitent l'instaurer.

Le membre se réjouit par conséquent des informations qui ont été communiquées aujourd'hui par Mme Maggiulli. Elles confortent le membre dans l'idée que depuis la prise de fonction de l'actuel ministre des Finances, la Belgique a opté pour l'abandon de cette TTF. Il en veut pour preuve que la Belgique plaide pour que les produits dérivés soient largement exemptés (*futures*, intérêts de swaps). Or, cette position belge reviendrait à exempter la moitié environ des dérivés; ce qui en pratique viderait la taxe Tobin de sa substance.

Dans le même ordre d'idées, le membre constate que la Belgique sollicite également l'exclusion des transactions opérées par les fonds de pension.

Il s'interroge d'ailleurs sur le fait de savoir si les positions prises par le ministre des Finances en marge

aangenomen in de marge van de Ecofin-vergadering, door de regering zijn goedgekeurd.

Ten slotte vraagt het lid of de sprekers een nota kunnen bezorgen met een opsomming van de voor- en nadelen van elk beschreven model, in het bijzonder aangaande de impact die de vrijstellingen op het vlak van de belastinggrondslag van de FTT hebben op de geraamde inkomsten. Uit Duitse onderzoeken, bijvoorbeeld, blijkt dat de vrijstelling van derivaten ertoe zou leiden dat de door de FTT voortgebrachte inkomsten 50 % lager zouden uitvallen. Kan de Europese Commissie die informatie bevestigen?

De heer Benoît Piedboeuf (MR) wijst erop dat de vorige sprekers in hun standpunten een belangrijk gegeven over het hoofd zien: het aantal landen die meedoen aan de nauwere samenwerking is afgenomen; op dit ogenblik gaat het om 10 Staten van de 27. België moet echter rekening houden met wat zijn buurlanden, waaronder Nederland en Luxemburg, zullen doen.

Het lid vraagt zich bovendien af welke gevolgen de FTT zal hebben voor de herfinanciering van de Belgische overheidsschuld; de daaraan verbonden kosten dreigen immers groter te worden indien niet alle EU-lidstaten de FTT toepassen. Kunnen de sprekers hun standpunt terzake nogmaals uiteenzetten?

Wat ten slotte de moeilijkheid betreft om een onderscheid te maken tussen financiële verrichtingen die speculatief van aard zijn en verrichtingen die dat niet zijn, zou het lid graag de mening van de sprekers kennen inzake het Belgisch initiatief in dat verband, waarbij de bezitsduur van de financiële producten als criterium geldt. Is dit een efficiënte manier om een heffing op speculatieve verrichtingen in te stellen?

De heer Georges Gilkinet (Ecolo-Groen) stelt vast dat, als men gevolg zou geven aan de diverse verzoeken tot vrijstelling die zijn geformuleerd door verscheidene landen die deel uitmaken van de werkgroep nauwere samenwerking, de FTT uiteindelijk een zeer beperkt toepassingsveld en een povere opbrengst zou hebben. Men kan zich dan ook afvragen of de 10 Staten écht vooruit willen gaan in dit dossier. Is er hier geen sprake van valse schijn, doordat de ene Staat de verzoeken van de andere dankbaar aangrijpt om geen vooruitgang te boeken?

Het lid merkt ook dat tal van studies worden aangehaald om te wijzen op de risico's die de instelling van een FTT inhoudt (werking van de economie, herfinancieringscapaciteit van de Staten), maar dat nog niemand verwezen heeft naar een studie over de risico's die gepaard gaan met marktderegulering of naar de impact

des réunions Ecofin sur le sujet ont été avalisées par le gouvernement.

Enfin, le membre sollicite de la part des orateurs une note précisant les avantages et désavantages de chaque modèle qui a été décrit et plus particulièrement l'impact des exemptions relatives à la base imposable de la TTF sur les revenus escomptés. Des études allemandes indiquent, par exemple, que l'exemption des produits dérivés entraînerait une réduction de 50 % des revenus liés à la TTF. La Commission européenne peut-elle confirmer cette information?

M. Benoît Piedboeuf (MR) souligne que les prises de position par les préopinants font fi d'une donnée importante: la réduction du nombre de participants à la coopération renforcée; soit 10 États sur 27. Or, la Belgique doit tenir compte de ce que feront ses pays voisins comme les Pays-Bas et le Luxembourg.

Le membre s'interroge ensuite sur les éventuelles conséquences de la TTF sur le coût du refinancement de la dette publique belge car ce coût risque d'être plus important si tous les États membres de l'Union européenne n'appliquent pas la TTF. Les orateurs peuvent-ils préciser leurs positions à cet égard?

Enfin, en ce qui concerne la difficulté d'opérer une distinction entre les transactions financières à caractère spéculatif et celles qui ne le sont pas, le membre souhaite obtenir l'avis des orateurs quant à l'initiative belge en la matière qui se base sur un critère lié à la durée de détention des produits financiers. Est-ce une manière efficace de taxer les opérations à caractère spéculatif?

M. Georges Gilkinet (Ecolo-Groen) constate que si on devrait faire droit aux diverses demandes d'exemption formulées par plusieurs pays faisant partie du groupe de travail de coopération renforcée, la TTF aurait au final un champ d'application très limité et un rendement peu intéressant. Dès lors, on peut s'interroger sur la réelle volonté des 10 États d'avancer dans ce dossier. N'est-on pas arrivé à un stade de faux semblant où chacun se complait des demandes formulées par d'autres pour ne pas progresser?

Le membre constate également que si de nombreuses études sont présentées pour mettre en exergue les risques liés à l'instauration d'une TTF (fonctionnement de l'économie, capacité des États à se refinancer), personne n'a encore fait état d'une étude relative aux risques liés à la dérégulation des marchés et de l'impact

van de speculatie op de nationale economieën en op de economische operatoren.

In dit verband dient opgemerkt dat de pensioenfondsen weliswaar gespijsd worden door de bijdragen van de werknemers, maar dat ze ook aan de basis liggen van het fenomeen *high frequency trading*, dat de stabiliteit van de financiële markten aantast en op termijn tot banenverlies kan leiden. Hebben de sprekers weet van nationale wetgeving inzake pensioenfondsen, waarin prudentiële regels worden vastgesteld met betrekking tot de duur van de beleggingen en de strekking ervan (eventueel verbod op beleggingen in bepaalde sectoren of, andersom, aanbeveling om te investeren in bepaalde speerpuntsectoren)? Als de FTT er niet komt, zou er dan op Europees niveau immers niet wetgevend moeten worden opgetreden, bijvoorbeeld om de pensioenfondsen beter te reguleren?

De heer Roel Deseyn (CD&V) wijst erop dat het idee van een FTT, los van de technische argumenten, oorspronkelijk werd opgeworpen als een alternatief om het ontwikkelingssamenwerkingsbeleid van de Staten te financieren. Dat aspect, dat verband houdt met de toekomstige besteding van de opbrengst van de FTT, komt in de huidige debatten nauwelijks aan bod. Hoe staat het daarmee?

Voorts merkt het lid op dat veel ministers de ter bespreking voorliggende tekst bij de debatten in de marge van de Ecofin-vergaderingen op uiteenlopende wijze hebben geïnterpreteerd, met de uiteindelijke bedoeling het overleg- en samenwerkingsproces af te remmen. Zo liepen de meningen uiteen over de stelling dat “de belasting (...) voor elk land financieel houdbaar [moet] zijn”; door sommigen werd die opgevat als een aanbeveling, door anderen als een verplichting. Kan mevrouw Maggiulli aangeven wat de leden daarmee bedoelen? Denkt zij algemeen dat er nog een kans is dat de groep van Tien op korte termijn tot een akkoord komt?

De heer Peter Dedecker (N-VA) heeft bedenkingen bij de doelstelling van die FTT. Licht het in de bedoeling een alternatieve financiering te vinden om het beleid op andere vlakken te steunen (ontwikkelingssamenwerking, hernieuwbare energie), of beoogt men veeleer, zoals mevrouw Maggiulli heeft aangegeven, de verschillende nationale wetgevingen op elkaar af te stemmen die nu al in een heffing op financiële transacties voorzien, hoewel meerdere landen aangeven dat zij tevreden zijn over het in hun land vigerende systeem? Het lid vraagt zich dan ook af welk belang België erbij heeft zijn huidig systeem te vervangen door een FTT waarvan het verwachte rendement lager zou liggen.

de la spéculation sur les économies nationales et sur les opérateurs économiques.

A cet égard, il convient de rappeler que si les fonds de pension sont alimentés par les cotisations des travailleurs, ces mêmes fonds sont à l'origine du trading à haute fréquence (*High Frequency Trading*) qui impacte la stabilité des marchés financiers et peut générer à terme des suppressions d'emplois. Les orateurs ont-ils connaissance de législations nationales relatives aux fonds de pension qui fixeraient des règles prudentielles quant à la durée des placements réalisés et quant à leur orientation (éventuelles interdictions de placements dans certains secteurs ou au contraire des recommandations à investir dans certains secteurs de pointe)? Car à défaut de TTF, ne conviendrait-il pas de légiférer au niveau européen pour une meilleure régulation des fonds de pension par exemple?

M. Roel Deseyn (CD&V) rappelle qu'au-delà des arguments techniques, l'idée d'une TTF fut lancée à l'origine afin de trouver un financement alternatif pour les politiques de coopération au développement des États. Mais cet aspect lié à l'affectation future de la TTF est pour l'instant peu présent dans les débats. Qu'en est-il?

Le membre relève par ailleurs que lors des discussions en marge des réunions Ecofin de nombreux ministres interprètent de manière diversifiée le texte en discussion pour finalement freiner le processus de concertation et de coopération. Il en est ainsi de la phrase “(...) par ailleurs, il est nécessaire d'assurer la viabilité financière de la taxe pour chaque pays.” Certains y voient une recommandation, d'autres une obligation. Mme Maggiulli peut-elle indiquer ce que les membres ont voulu dire par cela et considère-t-elle de manière générale qu'il existe encore des chances que le groupe des 10 aboutisse à un accord à brève échéance?

M. Peter Dedecker (N-VA) s'interroge quant à l'objectif de cette TTF. S'agit-il de trouver un financement alternatif pour soutenir d'autres politiques (coopération, énergie renouvelable) ou s'agit-il au contraire, comme Mme Maggiulli, l'a indiqué, d'harmoniser les différentes législations nationales qui connaissent déjà une taxe sur les transactions financières alors même que plusieurs pays affirment être satisfaits du système mis en place dans leur pays? Le membre se demande dès lors quel est l'intérêt pour la Belgique de remplacer son système actuel par une TTF dont le rendement attendu serait inférieur?

E. Antwoorden van de sprekers

1. Antwoorden van mevrouw Maggiulli

Mevrouw Carola Maggiulli, DG TAXUD, Europese Commissie, geeft aan dat een aantal zeer grote landen na enkele maanden van onderhandelingen het eens zijn geworden over de basisbeginselen inzake de FTT. Dat akkoord wordt beschouwd als een belangrijke stap, ook al zou de in uitzicht gestelde belastbare grondslag lager liggen dan die welke de Commissie oorspronkelijk heeft voorgesteld. In dit geval zou het de bedoeling zijn de FTT in te stellen op grond van een beperkte belastbare grondslag, die later kan worden verruimd. Dankzij een harmonisering van de nationale wetgevingen zal dat akkoord voor alle deelnemende landen tot hogere fiscale ontvangsten leiden.

Met betrekking tot het standpunt van België bevestigt de spreekster dat zij zelf heeft vastgesteld dat ons land zijn standpunt sterk heeft bijgestuurd. Hoewel het argument inzake de taksvrijstelling voor door de pensioenfondsen doorgevoerde transacties niet nieuw is en ook door andere landen wordt aangevoerd, is België een van de landen die hardnekkig vasthouden aan die vrijstelling.

De andere argumenten die België aanvoert, zijn daarentegen nieuw. Zo is de vraag om derivaten vrij te stellen nieuw. In dat opzicht kan de Commissie slechts akte nemen van het standpunt van een land en komt zij in deze fase slechts tussenbeide om een technisch advies te verstrekken.

Over de technische redenen die België aanhaalt, preciseert de spreekster dat zij niet heeft gesteld dat de geraamde ontvangsten van de FTT hoger zouden uitvallen dan de kosten om de schuld te beheren. Zij heeft echter wel vragen bij het aangevoerde argument als zou deze FTT, die in wezen voor alle landen dezelfde zou zijn, nadeliger zou uitvallen voor België dan voor andere landen met een hoge schuldgraad (Italië, Spanje, Portugal). Ook het argument van de "omvang" van het land houdt geen steek, aangezien Italië historisch gezien tegen hogere tarieven leent dan België. Daaruit valt af te leiden dat de kostprijs van het schuldbeheer hoger is voor Italië dan voor België.

Wat het tijdpad betreft, zouden de lidstaten van de nauwere samenwerking een stand van zaken willen opmaken tijdens de volgende Ecofin-vergadering in juni 2016.

Aangaande het risico dat financiële activiteiten zouden verhuizen, herinnert de spreekster eraan dat, wat de derivaten betreft, het territoriale toepassingsgebied van

E. Réponses des orateurs

1. Réponses de Mme Maggiulli

Madame Carola Maggiulli, DG TAXUD, Commission européenne, indique qu'après quelques mois de négociation, un ensemble de pays très importants sont d'accord sur les principes de base de la TTF. Cet accord est considéré comme une étape importante même si la base imposable envisagée serait plus réduite que celle proposée à l'origine par la Commission. Il s'agirait en l'espèce d'initier la TTF à partir d'une base imposable réduite quitte à l'étendre ultérieurement. Cet accord impliquera, grâce à une harmonisation des législations nationales, que tous les pays participants percevront plus de recettes fiscales.

En ce qui concerne la position de la Belgique, l'intervenante confirme qu'elle a personnellement observé un virement de position. Si l'argument relatif à l'exemption des transactions opérées par les fonds de pension n'est pas nouveau et a été soulevé par d'autres pays, la Belgique figure parmi les pays qui revendique de manière soutenue cette exemption.

Par contre, les autres arguments avancés par la Belgique sont nouveaux. Ainsi, la demande visant à exempter les produits dérivés est nouvelle. A cet égard, la Commission ne peut que prendre acte de la position d'un pays et n'intervient à ce stade que pour donner un avis technique.

Sur les motifs techniques invoqués par la Belgique, l'oratrice précise qu'elle n'a pas affirmé que les recettes escomptées de la TTF seraient supérieures au coût de la gestion de la dette. Toutefois, elle s'interroge sur l'argument avancé selon lequel cette TTF qui serait par essence identique dans tous les pays désavantagerait plus la Belgique que les autres pays endettés (Italie, Espagne, Portugal). Même l'argument de la "taille" du pays ne tient pas puisque l'Italie emprunte historiquement à des taux plus élevés que la Belgique. On peut en déduire que le coût de la gestion de la dette est plus importante pour l'Italie que la Belgique.

En ce qui concerne le calendrier, les États membres de la coopération renforcée voudraient présenter un état des lieux à la prochaine réunion Ecofin du mois de juin 2016.

En ce qui concerne le risque de délocalisation, l'oratrice rappelle qu'en ce qui concerne les produits dérivés, le champ d'application territorial de la taxe proposé

de voorgestelde belasting berust op de combinatie van het principe van de verblijfplaats en dat van de plaats van uitgifte, met toepassing van het tegenrekeningprincipe. Om aan de betrokken belasting te ontsnappen, zal men dus niet langer enige financiële relatie mogen hebben met een operator uit de FTT-zone (het grootste deel van de eurozone en goed voor bijna 60 % van het Europese bbp).

Op de vraag van de heer Deseyn geeft de spreekster aan dat de in de ontwerpovereenkomst opgenomen zinsnede “*par ailleurs, il est nécessaire d’assurer la viabilité financière de la taxe pour chaque pays*” werd toegevoegd om tegemoet te komen aan de eisen van sommige minder grote lidstaten. In dat opzicht herinnert zij eraan dat Estland zijn terugtrekking heeft gerechtsvaardigd door erop te wijzen dat het, als gevolg van de bepaalde nadere voorwaarden (inperking van het toepassingsgebied van de FTT), geen ontvangsten zou halen uit de FTT, terwijl de financiële tussenpersonen er wel toe zouden worden aangespoord het land te verlaten. De FTT moet dus niet alleen leefbaar zijn voor de zone in haar geheel, maar ook voor elk land afzonderlijk.

Aangaande de impact van een eventuele *Brexit* op het tijdspad voor de aanneming van de FTT geeft de spreekster aan dat de *Brexit* een onbekende factor is, waarbij momenteel moeilijk op de eventuele gevolgen ervan kan worden vooruitgelopen.

2. Antwoorden van de heer Denys

De heer Lieven Denys, professor aan de VUB, antwoordt dat het oorspronkelijk voorstel van de Europese Commissie over de FTT erin bestond om de opbrengst ervan te besteden aan de eigen middelen van de Europese Unie. Dit zou dan leiden tot een lagere bijdrage van de lidstaten in functie van hun bbp. Prof. Moesen (KUL) pleit hiervoor. Persoonlijk is de spreker voorstander van dit systeem omdat het gemeenschappelijk belang erin wordt benadrukt. Frankrijk en Duitsland zijn echter gekant tegen dit principe omdat de macht van de lidstaten zou kunnen worden aangetast als de eigen middelen van de Unie toenemen.

De spreker benadrukt dat een FTT alleen maar succesvol kan zijn als zij op Europees niveau wordt ingevoerd. Het heeft dus geen zin dat België alleen een FTT invoert. De financiële sector is zeer mobiel en niet territoriaal gelinkt zoals de reële economie. Transacties kunnen dus snel worden verplaatst naar landen waar geen FTT wordt geheven. Daarom is een zo internationaal mogelijk aanpak gewenst.

repose sur le cumul des principes de résidence et du lieu d’émission avec application du principe de contrepartie. Pour échapper à ladite taxe, il faudra donc ne plus avoir de relation financière avec un opérateur de la zone couverte par la TTF (cette zone représente la plus grande partie de l’Eurozone et représente près de 60 % du PIB européen).

A la question posée par M. Deseyn, l’oratrice précise que la phrase “*par ailleurs, il est nécessaire d’assurer la viabilité financière de la taxe pour chaque pays*”, reprise dans le projet d’accord, a été insérée pour tenir compte des revendications de certains États de moindre envergure. Elle rappelle à cet égard que l’Estonie a justifié son retrait par le fait que les modalités prévues (réduction du champ d’application de la TTF) la priveraient de recettes de la TTF tout en incitant les intermédiaires financiers à se délocaliser. Aussi, la TTF ne doit pas seulement être viable pour l’ensemble de la zone mais aussi pour chaque pays pris individuellement.

Sur l’impact d’un éventuel “*Brexit*” sur le calendrier en vue d’adopter la TTF, l’oratrice indique que le Brexit est une inconnue dont il est difficile aujourd’hui d’anticiper les éventuelles conséquences.

2. Réponses de M. Lieven Denys

M. Lieven Denys, professeur à la VUB, répond que la proposition initiale de la Commission européenne sur la TTF prévoyait d’en affecter le produit aux moyens propres de l’Union européenne. Cela aurait entraîné une diminution de la contribution des États membres en fonction de leur PIB. Le professeur Moesen (KUL) plaide en ce sens. Personnellement, l’orateur est favorable à ce système parce qu’il met l’accent sur l’intérêt commun. La France et l’Allemagne sont toutefois opposés à ce principe parce qu’un accroissement des moyens propres de l’Union pourrait affaiblir le pouvoir des États membres.

L’orateur souligne qu’une TTF ne peut réussir que si elle est instaurée au niveau européen. Demander à la Belgique d’instaurer seule une TTF n’a donc aucun sens. Le secteur financier est extrêmement mobile et n’est pas rattaché au territoire, contrairement à l’économie réelle. Les transactions peuvent donc être rapidement déplacées vers des pays ne prélevant aucune TTF. C’est pourquoi il est souhaitable d’adopter une approche la plus internationale possible.

3. Antwoorden van de heer Wuyts

De heer Gunther Wuyts, professor aan de KULeuven, antwoordt dat het moeilijk is om het speculatief karakter van financiële producten te laten afhangen van de periode dat deze producten worden aangehouden. Hij wijst erop dat financiële producten een verschillende looptijd hebben, van 1 maand tot 10 jaar. Deze redenering gaat er bovendien vanuit dat langetermijninvesteringen niet speculatief zijn en geen impact hebben op de prijs. Dit is volgens de heer Wuyts geenszins het geval.

Producten met een korte looptijd gaan, meer moeten herbelegd worden (*roll-over*). Dit kan leiden tot aanpassingen van beleggingsportefeuilles met een minder optimale spreiding tot gevolg.

De voorzitter,

De rapporteur,

Eric VAN ROMPUY

Roel DESEYN

3. Réponses de M. Gunther Wuyts

M. Gunther Wuyts, professeur à la KULeuven, répond qu'il est difficile de subordonner le caractère spéculatif des produits financiers à leur période de détention. Il souligne qu'ils ont une durée variable, allant d'un mois à dix ans. Ce raisonnement part en outre du principe que les investissements à long terme ne sont pas spéculatifs et n'ont pas d'effet sur le prix. M. Wuyts considère que cela n'est absolument pas le cas.

Les produits dont la durée est brève devront être davantage réinvestis (*roll-over*). Ce réinvestissement peut entraîner des modifications des portefeuilles d'investissement et se traduire par une répartition moins optimale.

Le président,

Le rapporteur,

Eric VAN ROMPUY

Roel DESEYN

BIJLAGEN

ANNEXES

BIJLAGE 1:

Persmededeling na de Raad Economische en Financiële Zaken van 8 december 2015.



Conseil de
l'Union européenne

ANNEXE 1:

Communiqué de presse à l'issue du Conseil "Affaires économiques et financières" du 8 décembre 2015.



15068/15

(OR. en)

PRESSE 78
PR CO 70

RÉSULTATS DE LA SESSION DU CONSEIL

3435^e session du Conseil

Affaires économiques et financières

Bruxelles, le 8 décembre 2015

Président **Pierre Gramegna**
Ministre des finances du Luxembourg

P R E S S E

Rue de la Loi 175 B – 1048 BRUXELLES Tél. +32 (0)2 281 6319 Fax +32 (0)2 281 8026
press.office@consilium.europa.eu <http://www.consilium.europa.eu/press>

15068/15

1
FR

8 décembre 2015

SOMMAIRE¹**POINTS AYANT FAIT L'OBJET D'UN DÉBAT**

TAXE SUR LES TRANSACTIONS FINANCIÈRES.....	4
ASSIETTE COMMUNE CONSOLIDÉE POUR L'IMPÔT SUR LES SOCIÉTÉS	6
UNION BANCAIRE - SYSTÈME EUROPÉEN DE GARANTIE DES DÉPÔTS	7
MISE EN ŒUVRE DE L'UNION BANCAIRE	8
FINANCEMENT DU TERRORISME	10
FISCALITÉ DES ENTREPRISES - AVENIR DU CODE DE CONDUITE	11
FISCALITÉ DES ENTREPRISES - ÉROSION DE LA BASE D'IMPOSITION ET TRANSFERT DE BÉNÉFICES	12
GOUVERNANCE ÉCONOMIQUE - SEMESTRE EUROPÉEN 2016.....	13
FLEXIBILITÉ DANS LE CADRE DU PACTE DE STABILITÉ ET DE CROISSANCE	14
STATISTIQUES DE L'UE	15
DÉCHARGE DU BUDGET DE L'UE - RAPPORT DE LA COUR DES COMPTES	16
DIVERS	17
ÉVÉNEMENTS EN MARGE DE LA SESSION DU CONSEIL.....	18

AUTRES POINTS APPROUVÉS***AFFAIRES ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES***

– Décisions fiscales anticipées transfrontières.....	19
– Union des marchés des capitaux - Titrisation	19
– Accords en matière de fiscalité - Liechtenstein, Saint-Marin et Suisse	20
– Fiscalité - Rapports au Conseil européen	20
– Assurance - exigences de capitaux	21

- ¹
- Lorsque des déclarations, des conclusions ou des résolutions ont été formellement adoptées par le Conseil, cela est indiqué dans le titre du point concerné et le texte figure entre guillemets.
 - Les documents dont la référence est mentionnée sont accessibles sur le site internet du Conseil <http://www.consilium.europa.eu>.
 - Les actes adoptés comportant des déclarations au procès-verbal accessibles au public sont signalés par un astérisque; ces déclarations sont accessibles sur le site internet du Conseil mentionné ci-dessus ou peuvent être obtenues auprès du Service de presse.

15068/15

2
FR

8 décembre 2015

AFFAIRES GÉNÉRALES

- Modification du règlement intérieur du Conseil - Mise à jour des chiffres concernant la population de l'UE 21

TRANSPORTS

- Réforme d'Eurocontrol 21

15068/15

3
FR

8 décembre 2015

POINTS AYANT FAIT L'OBJET D'UN DÉBAT**TAXE SUR LES TRANSACTIONS FINANCIÈRES**

Le Conseil a discuté des travaux sur une proposition visant à instaurer une taxe sur les transactions financières (TTF) dans onze États membres au moyen d'une "coopération renforcée".

Il a pris note de la déclaration ci-après, faite par dix des États membres participant à la coopération renforcée:

"Déclaration de l'Allemagne, de l'Autriche, de la Belgique, de l'Espagne, de la France, de la Grèce, de l'Italie, du Portugal, de la Slovaquie et de la Slovénie

Taxe sur les transactions financières

Nous sommes parvenus aujourd'hui à un accord sur la taxe susvisée, qui devrait avoir les caractéristiques suivantes:

1. En ce qui concerne les actions:
 - a) toutes les transactions, y compris intrajournalières, devraient être imposées;
 - b) toutes les transactions de la chaîne, excepté au niveau des agents et des adhérents-compensateurs (lorsqu'ils agissent en tant que facilitateurs), devraient être imposées;
 - c) afin de soutenir la liquidité des marchés non liquides, une exemption limitée des activités de tenue de marché pourrait être nécessaire;
 - d) il convient de suivre la proposition de la Commission en ce qui concerne le champ d'application territorial de la taxe. Les travaux menés actuellement visent à établir s'il serait plus judicieux de commencer par appliquer la taxe uniquement aux actions émises dans les États membres participant à la coopération renforcée. Parmi les éléments importants à cet égard figurent les risques de délocalisation et les coûts administratifs.
2. En ce qui concerne les produits dérivés:
 - a) il convient de suivre la proposition de la Commission en ce qui concerne le champ d'application territorial de la taxe (cumul des principes de résidence et du lieu d'émission avec application du principe de contrepartie);
 - b) l'imposition devrait reposer sur le principe d'une base aussi large que possible et de taux bas, et elle ne devrait pas avoir d'incidence sur le coût de l'emprunt souverain;
 - c) la fixation de la base imposable pour les produits dérivés devrait obéir aux principes suivants:
 - i) pour les produits dérivés de type "option", la base imposable devrait, de préférence, être fondée sur la prime liée à l'option;

15068/15

4

FR

8 décembre 2015

- ii) pour les produits autres que les produits dérivés de type "option" assortis d'une échéance, on pourrait considérer comme base imposable appropriée un montant notionnel adapté à l'échéance/la valeur de marché (lorsqu'elle est disponible);
 - iii) pour les produits autres que les produits dérivés de type "option" non assortis d'une échéance, on pourrait considérer comme base imposable appropriée le montant notionnel/la valeur de marché (lorsqu'elle est disponible);
 - iv) dans certains cas, les taux de taxation ou la définition de la base imposable pourraient nécessiter certaines adaptations afin d'éviter les distorsions;
- d) il ne faudrait accorder aucune exemption pour les activités de tenue de marché.
3. Autres éléments: les États membres sont convenus qu'il était nécessaire de procéder à une analyse plus approfondie en ce qui concerne l'économie réelle et les régimes de retraite. Il convient en effet de limiter au maximum les conséquences négatives sur l'économie réelle et les régimes de retraite. Par ailleurs, il est nécessaire d'assurer la viabilité financière de la taxe pour chaque pays.
4. Sur la base de ces caractéristiques et pour préparer la phase suivante, il convient que les experts élaborent, en concertation étroite avec la Commission, des taux de taxation appropriés pour les différentes variantes. Une décision devrait intervenir sur ces questions en suspens avant la fin de juin 2016."

* * *

À la lumière des discussions menées, le président du Conseil a souligné que les travaux devront se poursuivre au sein du Conseil. Il convient de parvenir à un résultat satisfaisant pour tous les États membres, à la fois ceux qui souhaitent l'instauration d'un système commun de TTF et ceux qui ne participeront pas à la coopération renforcée.

La coopération renforcée relative à une TTF a été autorisée en janvier 2013 par la décision 2013/52/UE du Conseil, une proposition de septembre 2011 visant à créer une TTF pour l'ensemble de l'UE n'ayant pas recueilli un soutien unanime.

La directive requiert l'accord unanime des pays participants (au sein du Conseil), après consultation du Parlement européen. Tous les États membres peuvent participer aux discussions relatives à la proposition, mais seuls les pays participants peuvent voter. (Base juridique: article 113 et articles 326 à 334 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne).

La proposition poursuit les objectifs suivants:

- faire en sorte que le secteur financier paie sa juste part de taxes et d'impôts;
- décourager les transactions qui ne renforcent pas l'efficacité des marchés financiers;
- harmoniser la mise en œuvre de la TTF dans les États membres participants.

Présentée en février 2013, la proposition concernant une coopération renforcée reprend pour l'essentiel le champ d'application et les objectifs de la proposition initiale de la Commission visant à créer une TTF pour l'ensemble de l'UE.

Note de la présidence de novembre 2015 sur l'état d'avancement des travaux concernant la TTF

Proposition de directive du Conseil concernant une coopération renforcée dans le domaine de la TTF

Communiqué de presse relatif à une décision du Conseil autorisant l'introduction d'une TTF au moyen d'une coopération renforcée

15068/15

5

FR

BIJLAGE 2:

Presentatie van mevrouw Anne Leclercq, Agentschap van de Schuld.

ANNEXE 2:

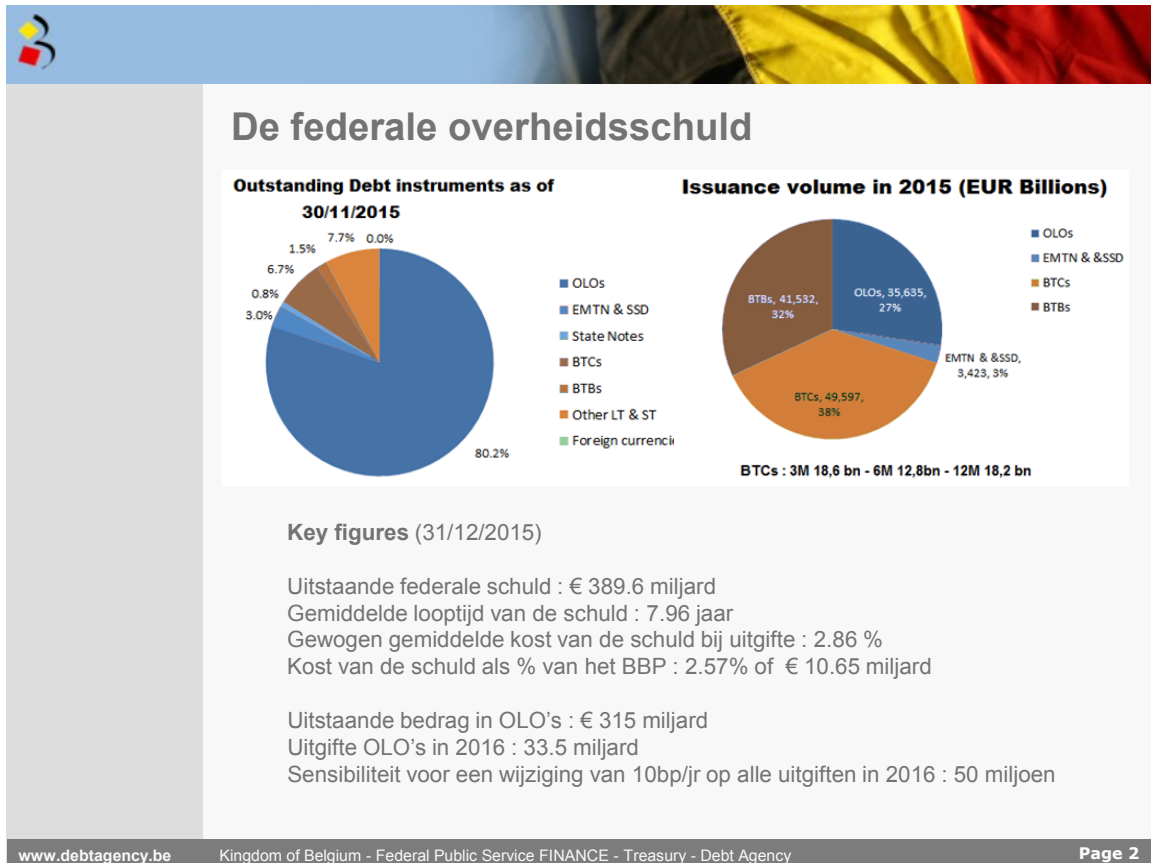
Présentation de Mme Anne Leclercq, Agence de la dette.

Financial Transaction Tax

Commissie Financiën

Anne Leclercq
Director Treasury and Capital Markets
Belgian Debt Agency

Februari 2016





Liquiditeit in overheidsobligaties en kost van de Staatsschuld

- De prijs van een overheidsobligatie wordt bepaald door exogene en endogene factoren maar ook door de **LIQUIDITEIT** van het product.
- Een liquide overheidsobligatie markt vertaalt zich in een **kleine marge** tussen de aankoop/verkoop prijs waardoor het gemakkelijk verhandelbaar is en het kenmerk “near-cash” krijgt.
- **Liquiditeit compenseert het lage rendement** van overheidsobligaties, maakt het product aantrekkelijk en verhoogt de vraag.
- Een liquide secundaire markt is een **perfecte voorspeller** van de kostprijs van een nieuwe emissie. Investeerders vragen een hogere emissie premie ingeval van verminderde liquiditeit. Liquiditeit bepaalt mede de **KOST** van de Staatsschuld.
- OLO's zijn **niet liquide per se** en vragen een **continue marketing** inspanning en een continue transparante prijs zetting door primary dealers die intermediëren en de verplichting hebben om **markt te maken**.

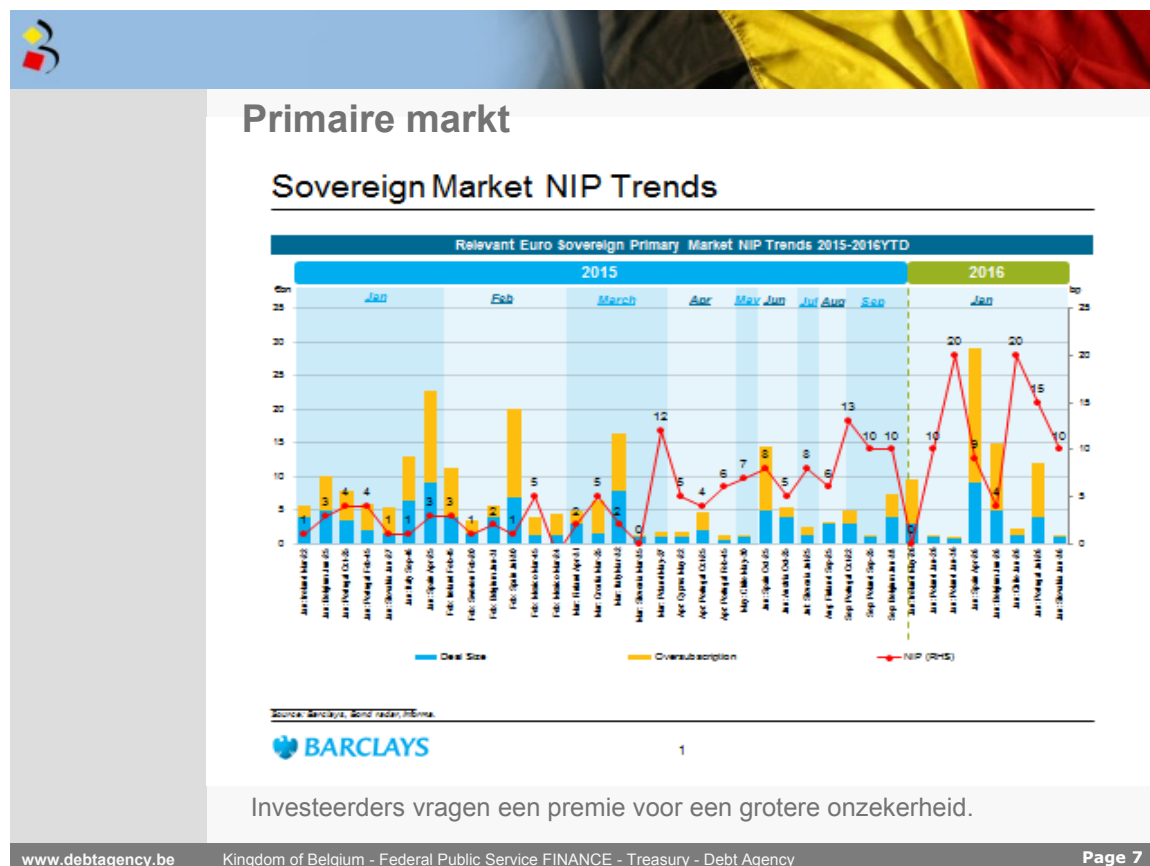
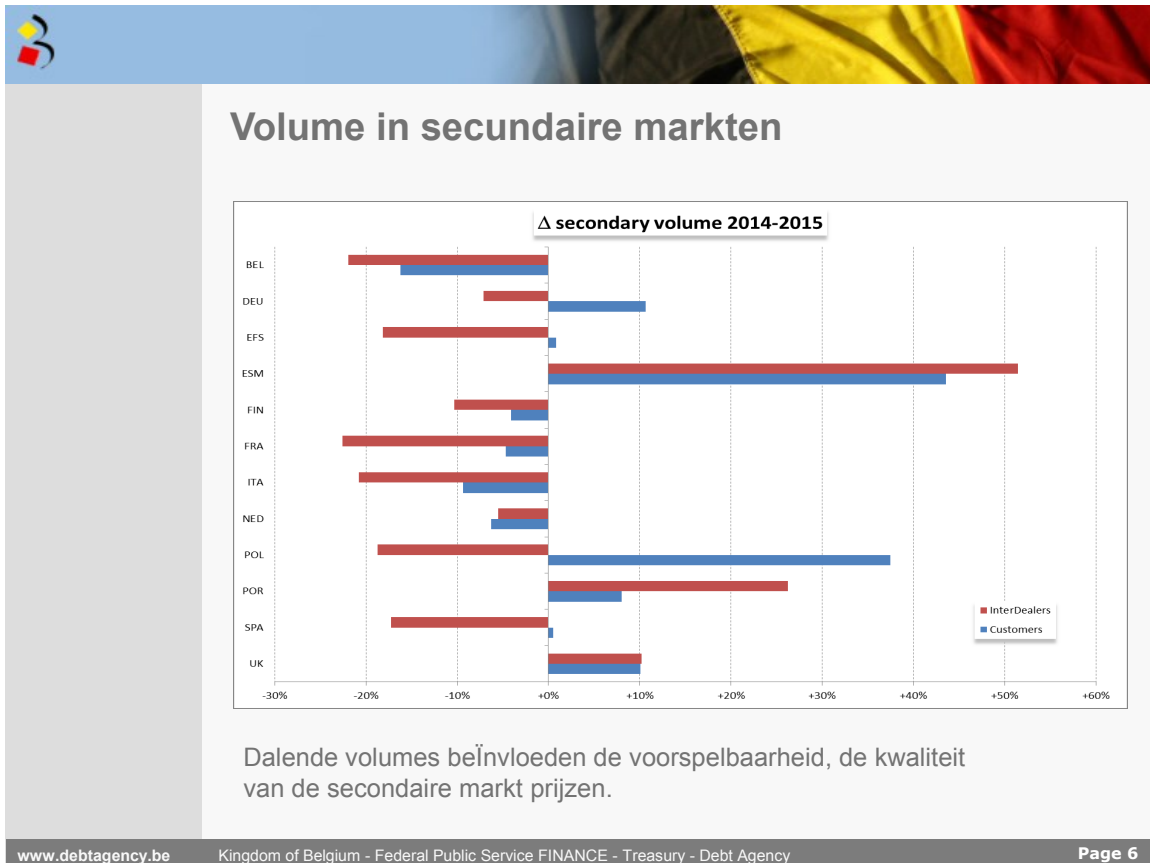
www.debtagency.be Kingdom of Belgium - Federal Public Service FINANCE - Treasury - Debt Agency Page 4

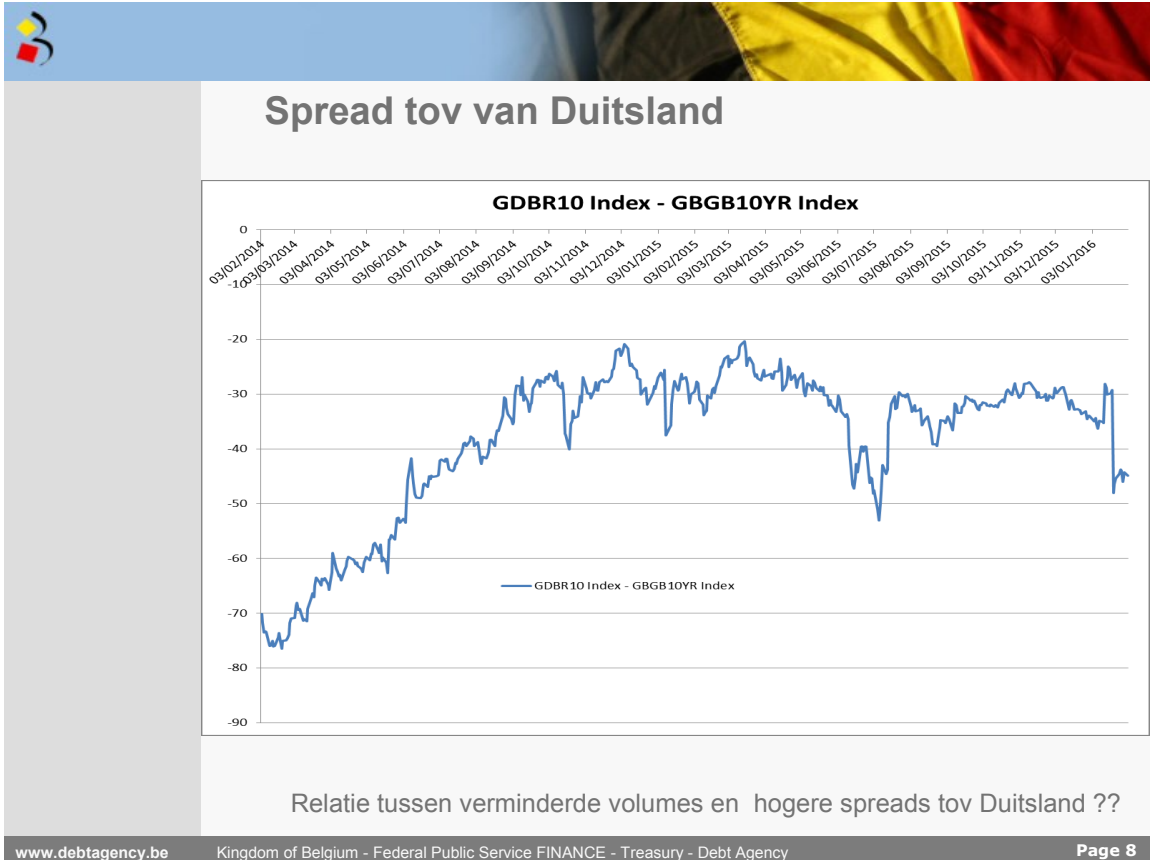


Invloed van FTT op derivaten op de liquiditeit en de kost van de Staatsschuld

- Transacties in overheidsobligaties worden niet belast.
- Transacties in derivaten, swaps en futures, worden belast prorata de looptijd.
- De bank als markt maker maar ook andere investeerders gebruiken **derivaten als beheersinstrument** van een obligatie portefeuille.
- Een FTT op derivaten zal **automatisch doorgerekend** worden in de prijs bepaling van de obligatie naar de markt, naar de eindinvesteerder.
- Dit leidt tot een verbreding van de marge tussen aankoop/verkoop prijs en dus een **vermindering van de liquiditeit**. Dit is zelfversterkend mechanisme.
- **Minder interesse** vanwege investeerders leidt tot een hoger rendement bij nieuwe uitgaven van overheidsobligaties en verhoogt de **kost** van de staatsschuld.

www.debtagency.be Kingdom of Belgium - Federal Public Service FINANCE - Treasury - Debt Agency Page 5





Invloed van FTT in het bijzonder op België

- Un-level playing field tussen in-landen onderling en de in- en out-landen
- De vermindering in liquiditeit zal een **grotere impact hebben op kleinere landen** zoals BELGIE. Investeerders in Eurozone overheidspapier zullen nog sneller kiezen voor grote landen zoals Duitsland, Frankrijk en Italië omdat de liquiditeit er toch nog altijd beter is.
- Minder vraag verhoogt de **kost** van de toch al **zware Belgische staatschuld**
- Outflow van **investeringsfondsen** naar Nederland en Luxemburg die 2 belangrijke centra zijn voor de uitgifte en het beheer van fondsen en pensioenfondsen.
- London wordt **NOG** belangrijker als financiële centrum voor Euro instrumenten.

www.debtagency.be Kingdom of Belgium - Federal Public Service FINANCE - Treasury - Debt Agency Page 9



Invloed van de FTT op de reële economie

- Stijging van kostprijs van overheidsobligaties zal doorsijpelen in de reële economie daar ze een **benchmark** zijn voor de prijszetting van **financiële instrumenten** naar de consument toe. bv hypothecaire kredieten.
- Een stijging van de kostprijs van indekkingsinstrumenten zal een invloed hebben op de **rentabiliteit van de indekkingspolitiek** van de bedrijven, pensioenfondsen en verzekeraars.
- Indien pensioenfondsen en verzekeraars bovendien zelf belast worden dan zal dat zeker **doorgerekend worden aan de consument**. In bepaalde mate zullen ze ook hun fondsenbeheer delocaliseren.
- Bedrijven matchen hun Asset en Liability flows via derivaten en dan vooral swaps. In de huidige formulering van de tax (0.01% pro rata) zal de invloed op de **prijszetting van de swaps** veel hoger zijn dan op de andere derivaten.
Un-level playing field tussen vergelijkbare bedrijven in België en in een out-land.

www.debtagency.be Kingdom of Belgium - Federal Public Service FINANCE - Treasury - Debt Agency Page 10



Inkomsten uit FTT zijn onzeker dit is een risico vanuit begrotingsstandpunt

- De beurstaks, een eenvoudige en vrij voorspelbare heffing wordt vervangen door de FTT.
Mogelijke opbrengst op overheidsgerelateerde futures
Premises :
 - De FTT op Futures is een looptijd gerelateerde fee van 0.01%.
 - De opbrengst van de beurs taks is 350 miljoen.
 - Een grote Belgische bank verhandelt per jaar 20 miljard in **Futures** op overheidsobligaties, 80 miljard in in futures op korte termijn interest instrumenten – andere groot banken verhandelen hun Futures in out-landen.
 - Opbrengst van de FTT : **2.5 miljoen**
- De volumes in belastbare derivaten zijn sterk gekoppeld aan de toestand van de financiële markten en moeilijk voorspelbaar.
Futures worden voornamelijk gebruikt als beheersinstrument voor portefeuilles van overheidsobligaties. Het volume is onmiddellijk gecorreleerd met het volume in overheidsobligaties.
- Derivaten en Futures zijn zo gemakkelijk delocaliseerbaar.
Futures op overheidsobligaties worden verhandeld op EUREX in Frankfurt. Eurex heeft eveneens een localisatie in LONDON.

www.debtagency.be Kingdom of Belgium - Federal Public Service FINANCE - Treasury - Debt Agency Page 11



Indekking van een OLO positie via derivaten

- **Futures:**
contract om een bepaalde hoeveelheid van een specifiek financieel instrument te kopen of verkopen aan een welbepaalde prijs voor levering op een bepaalde datum
- **Swap:**
contact waarbij 2 partijen overeen komen om tot op vervaldatum en met een bepaalde frequentie, cashflows aan een vaste rente uit te wisselen voor cashflows aan een vlottende rente. De berekening van de cashflows gebeurt op éénzelfde notioneel bedrag.
- **Indekking van een OLO positie:**
Bank X koopt een OLO 10 jr van een investeerders. De bank verkoopt zijn positie niet meteen maar beheert/ dekt zijn interest risico in door het verkopen van een Bund future.
In functie van het verloop van de markten zal deze ingedekte positie nog een aantal maal geoptimaliseerd worden met futures, andere derivaten of overheidspapier. Elke maal dat deze positie bewerkt wordt - geheel of gedeeltelijk - moet er een FTT betaald worden.

Deze FTT zal doorgerekend worden in de prijzen van de OLO's en zal leiden tot een ruimere aankoop/ verkoop marge of bid/offer spread van OLO's zelfs indien deze niet onderworpen zijn aan de FTT.

www.debtagency.be
Kingdom of Belgium - Federal Public Service FINANCE - Treasury - Debt Agency
Page 12

BIJLAGE 3:

Presentatie van de heer Gunther Wuyts (KUL).

ANNEXE 3:

Présentation de M. Gunther Wuyts (KUL).




Financial Transaction Taxes (FTTs)

Prof. Dr. Gunther Wuyts

KU Leuven
 Faculty of Economics and Business
 Department of Accountancy, Finance & Insurance
 Research Center Finance
 &
 LRISK

13 April 2016
 De Kamer



Overzicht

- 1 Inleiding: Historiek FTT
- 2 Economische Argumenten
 - Inkomsten
 - Speculatie
 - Liquiditeit
 - Prijsvorming
 - Volatiliteit
- 3 Reële Gevolgen FTT
 - Kapitaalkost bedrijven
 - Allocatie van Kapitaal
 - Corporate Governance
 - Impact of Financiële Sector
- 4 Case Study: Frankrijk 2012
- 5 Andere Studies
- 6 Conclusie
- 7 References

Prof. Dr. Gunther Wuyts

Financial Transaction Taxes (FTTs)

2

KU LEUVEN

Inleiding:
Historiek FTT

Economische
Argumenten

Reële Gevolgen
FTT

Case Study:
Frankrijk 2012

Andere Studies

Conclusie

References

Inleiding: Historiek FTT

- ▶ Idee van een FTT is niet nieuw
- ▶ Keynes (1936) vermeldt al de gevaren van te grote liquiditeit en van speculatie
- ▶ Tobin (1978) wijst op macro-economische distorsies
- ▶ Beiden pleiten voor een FTT als oplossing

Prof. Dr. Gunther Wuyts

Financial Transaction Taxes (FTTs)

3

KU LEUVEN

Inleiding:
Historiek FTT

Economische
Argumenten

Reële Gevolgen
FTT

Case Study:
Frankrijk 2012

Andere Studies

Conclusie

References

Inleiding: Historiek FTT

Keynes (1936)

Thus the professional investor is forced to concern himself with the anticipation of impending changes, in the news or in the atmosphere, of the kind by which experience shows that the mass psychology of the market is most influenced. This is the inevitable result of investment markets organized with a view to so-called 'liquidity'. Of the maxims of orthodox finance none, surely, is more anti-social than the fetish of liquidity, the doctrine that it is a positive virtue on the part of investment institutions to concentrate their resources upon the holding of 'liquid' securities. It forgets that there is no such thing as liquidity of investment for the community as a whole. The social object of skilled investment should be to defeat the dark forces of time and ignorance which envelop our future. The actual, private object of the most skilled investment today is 'to beat the gun', as the Americans so well express it, to outwit the crowd, and to pass the bad, or depreciating, half-crown to the other fellow.

Prof. Dr. Gunther Wuyts

Financial Transaction Taxes (FTTs)

4

KU LEUVEN

Inleiding:
Historiek FTT

Economische
Argumenten

Reële Gevolgen
FTT

Case Study:
Frankrijk 2012

Andere Studies

Conclusie

References

Inleiding: Historiek FTT

Keynes (1936)

"If I may be allowed to appropriate the term speculation for the activity of forecasting the psychology of the market, and the term enterprise for the activity of forecasting the prospective yield of assets over their whole life, it is by no means always the case that speculation predominates over enterprise. As the organisation of investment markets improves, the risk of the predominance of speculation does, however, increase. In one of the greatest investment markets in the world, namely, New York, the influence of speculation (in the above sense) is enormous. ... Speculators may do no harm as bubbles on a steady stream of enterprise. But the position is serious when enterprise becomes the bubble on a whirlpool of speculation. When the capital development of a country becomes a by-product of the activities of a casino, the job is likely to be ill-done. The measure of success attained by Wall Street, regarded as an institution of which the proper social purpose is to direct new investment into the most profitable channels in terms of future yield, cannot be claimed as one of the outstanding triumphs of laissez-faire capitalism - which is not surprising, if I am right in thinking that the best brains of Wall Street have been in fact directed towards a different object."

Prof. Dr. Gunther Wuyts

Financial Transaction Taxes (FTTs)

5

KU LEUVEN

Inleiding:
Historiek FTT

Economische
Argumenten

Reële Gevolgen
FTT

Case Study:
Frankrijk 2012

Andere Studies

Conclusie

References

Inleiding: Historiek FTT

Keynes (1936)

"These tendencies are a scarcely avoidable outcome of our having successfully organised 'liquid' investment markets. It is usually agreed that casinos should, in the public interest, be inaccessible and expensive. And perhaps the same is true of stock exchanges. That the sins of the London Stock Exchange are less than those of Wall Street may be due, not so much to differences in national character, as to the fact that to the average Englishman Throgmorton Street is, compared with Wall Street to the average American, inaccessible and very expensive. The jobber's 'turn', the high brokerage charges and the heavy transfer tax payable to the Exchequer, which attend dealings on the London Stock Exchange, sufficiently diminish the liquidity of the market ... to rule out a large proportion of the transaction characteristic of Wall Street. The introduction of a substantial government transfer tax on all transactions might prove the most serviceable reform available, with a view to mitigating the predominance of speculation over enterprise in the United States."

Prof. Dr. Gunther Wuyts

Financial Transaction Taxes (FTTs)

6

KU LEUVEN

Inleiding:
Historiek FTT

Economische
Argumenten

Reële Gevolgen
FTT

Case Study:
Frankrijk 2012

Andere Studies

Conclusie

References

Inleiding: Historiek FTT

Tobin (1978)

"So I must remain skeptical that the price signals these unanchored markets give are signals that will guide economies to their true comparative advantage, capital to its efficient international allocation, and governments to correct macroeconomic policies. That is why I think we need to throw some sand in the well-greased wheels"

Prof. Dr. Gunther Wuyts

Financial Transaction Taxes (FTTs)

7

KU LEUVEN

Inleiding:
Historiek FTT

Economische
Argumenten

Inkomsten
Speculatie
Liquiditeit
Prijsvorming
Volatiliteit

Reële Gevolgen
FTT

Case Study:
Frankrijk 2012

Andere Studies

Conclusie

References

Economische Argumenten

Waarom een FTT overwegen?

- ▶ Genereren van inkomsten
- ▶ Tegengaan van speculatie
- ▶ Reduceren van liquiditeit
- ▶ Verbeteren van prijsvorming
- ▶ Reduceren van volatiliteit

Prof. Dr. Gunther Wuyts

Financial Transaction Taxes (FTTs)

8

KU LEUVEN

Inleiding:
Historiek FTT

Economische
Argumenten

Inkomsten
Speculatie
Liquiditeit
Prijsvorming
Volatiliteit

Reële Gevolgen
FTT

Case Study:
Frankrijk 2012

Andere Studies

Conclusie

References

Economische Argumenten

- ▶ Literatuur, zie bijvoorbeeld:
 - Stiglitz (1989)
 - Summers and Summers (1989)
 - Schwert and Seguin (1993)
 - Matheson (2012)

Inleiding:
Historiek FTT

Economische
Argumenten

Inkomsten
Speculatie
Liquiditeit
Prijsvorming
Volatiliteit

Reële Gevolgen
FTT

Case Study:
Frankrijk 2012

Andere Studies

Conclusie

References

Economische Argumenten

Inkomsten

FTT genereert inkomsten (op een gemakkelijke manier).

- ▶ Financieren van overheidsinvesteringen
- ▶ Ontwikkelingshulp
- ▶ Dekken kosten financiële crisis
- ▶ De volgende tabel geeft een idee van opbrengsten (Bron: Matheson, 2012, Tabel 2)

Inleiding:
Historiek FTT

Economische
Argumenten

Inkomsten

Speculatie

Liquiditeit

Prijsvorming

Volatiliteit

Reële Gevolgen
FTT

Case Study:
Frankrijk 2012

Andere Studies

Conclusie

References

Economische Argumenten

Inkomsten

Table 2 Revenues from STTs, selected G20 and other countries (percent of GDP)

Country	1990	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
France	0.051	0.010	0.028	0.019	0.015	0.014	0.012	0.012	0.013	0.014	elim
Germany	0.062	0.001	elim	elim	elim	elim	elim	elim	elim	elim	elim
Hong Kong	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	2.100
India	na	na	na	na	na	na	0.019	0.074	0.117	0.188	0.103
Italy	0.076	0.120	elim	elim	elim	elim	elim	elim	elim	elim	elim
Japan	0.175	0.105	elim	elim	elim	elim	elim	elim	elim	elim	elim
South Korea	0.120	0.179	0.615	0.372	0.450	0.319	0.261	0.411	0.434	0.577	na
South Africa	na	na	na	0.337	0.360	0.360	0.462	0.536	0.582	0.494	0.506
Switzerland	0.563	0.382	0.851	0.666	0.504	0.457	0.471	0.444	0.463	0.461	na
Taiwan	na	na	na	0.651	0.773	0.720	0.846	0.646	0.792	1.066	0.767
UK	0.120	0.170	0.450	0.270	0.230	0.220	0.220	0.270	0.280	0.290	0.220

Source: OECD, EU Parliament, UK Treasury, Indian Treasury, World Economic Outlook
na = not available; elim = eliminated

Inleiding:
Historiek FTT

Economische
Argumenten

Inkomsten

Speculatie

Liquiditeit

Prijsvorming

Volatiliteit

Reële Gevolgen
FTT

Case Study:
Frankrijk 2012

Andere Studies

Conclusie

References

Economische Argumenten

Inkomsten

Inkomsten kunnen kleiner zijn dan verwacht en dalen overheen de tijd

- Agenten passen hun gedrag aan als antwoord op FTT
 - in UK is de markt voor CFDs snel gegroeid (tot meer dan 40% van trading op de London Stock Exchange), deels door haar uitzondering op de stamp duty
- Evoluties in marktstructuur beïnvloeden inkomsten, zie volgende figuur (Bron: Colliard and Hoffmann, 2015, Figuur 1)

Inleiding:
Historiek FTT

Economische
Argumenten

Inkomsten

Speculatie

Liquiditeit

Prijsvorming

Volatiliteit

Reële Gevolgen
FTT

Case Study:
Frankrijk 2012

Andere Studies

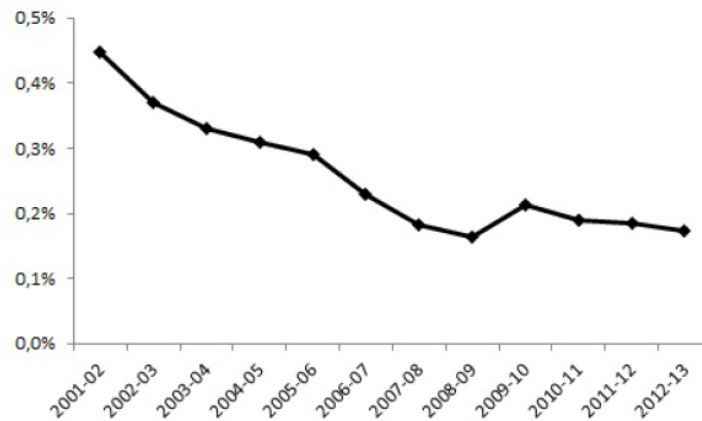
Conclusie

References

Economische Argumenten

Inkomsten

Figure 1: UK stamp duty revenue as a fraction of on-exchange trading volume.



Prof. Dr. Gunther Wuyts

Financial Transaction Taxes (FTTs)

13

KU LEUVEN

Inleiding:
Historiek FTT

Economische
Argumenten

Inkomsten

Speculatie

Liquiditeit

Prijsvorming

Volatiliteit

Reële Gevolgen
FTT

Case Study:
Frankrijk 2012

Andere Studies

Conclusie

References

Economische Argumenten

Speculatie

FTT reduceert speculatie.

- ▶ Minder handel door speculanten, die handelen op basis van twijfelachtige informatie (bv. prijsveranderingen uit het verleden)
- ▶ Dit heeft in principe een aantal voordelen (zie ook verder)
 - verminderen van bubbles en misprijzen van activa
 - volatiliteit daalt
 - meer focus op de langere termijn

Prof. Dr. Gunther Wuyts

Financial Transaction Taxes (FTTs)

14

KU LEUVEN

Inleiding:
Historiek FTT

Economische
Argumenten

Inkomsten

Speculatie

Liquiditeit

Prijsvorming

Volatiliteit

Reële Gevolgen
FTT

Case Study:
Frankrijk 2012

Andere Studies

Conclusie

References

Economische Argumenten

Speculatie

Maar andere types handelaar kunnen ook uit de markt gedreven worden

- ▶ High-frequency marketmakers, institutionele beleggers, arbitrageurs, ...
 - naar andere producten
 - naar andere markten (over de grens naar markten zonder belasting)
- ▶ dit vermindert verhandeld volume en kan leiden tot een verslechtering van liquiditeit en prijsvorming

Inleiding:
Historiek FTT

Economische
Argumenten

Inkomsten

Speculatie

Liquiditeit

Prijsvorming

Volatiliteit

Reële Gevolgen
FTT

Case Study:
Frankrijk 2012

Andere Studies

Conclusie

References

Economische Argumenten

Liquiditeit

FTT vermindert liquiditeit in de markt.

- ▶ FTT is een extra kost waarvoor compensatie vereist is
- ▶ Bepaalde agenten die liquiditeit leveren (institutionele beleggers, HFTs, ...) verdwijnen (deels) uit de markt
- ▶ Echter: is dit goed of slecht?

Inleiding:
Historiek FTT

Economische
Argumenten

Inkomsten
Speculatie

Liquiditeit

Prijsvorming
Volatiliteit

Reële Gevolgen
FTT

Case Study:
Frankrijk 2012

Andere Studies

Conclusie

References

Economische Argumenten

Liquiditeit

Dark view op liquiditeit (bv. Keynes)

- ▶ Liquiditeit destabiliseert markten
 - men investeert niet meer in het fundamenteel proces
 - focus op korte-termijn
- ▶ Dus: teveel liquiditeit moet vermeden worden
 - FTT, Tobin-tax
 - trading halts

Inleiding:
Historiek FTT

Economische
Argumenten

Inkomsten
Speculatie

Liquiditeit

Prijsvorming
Volatiliteit

Reële Gevolgen
FTT

Case Study:
Frankrijk 2012

Andere Studies

Conclusie

References

Economische Argumenten

Liquiditeit

Bright view op liquiditeit

- ▶ Meer investeerders zullen in de markt stappen als ze gemakkelijker en goedkoper kunnen kopen en verkopen
 - Dit groter aantal participanten verhoogt de stabiliteit van de markt
- ▶ Liquiditeit is belangrijk voor een aantal agenten in de markt
 - investeerders
 - beurzen
 - bedrijven
 - regulatoren en overheid
- ▶ Dus: liquiditeit moet gepromoot worden

Inleiding:
Historiek FTT

Economische
Argumenten

Inkomsten

Speculatie

Liquiditeit

Prijsvorming

Volatiliteit

Reële Gevolgen
FTT

Case Study:
Frankrijk 2012

Andere Studies

Conclusie

References

Economische Argumenten

Liquiditeit

- ▶ **Investeerders**
 - lagere transactiekosten
 - risk management
- ▶ **Bedrijven**
 - een liquid aandeel trekt meer investeerders aan
 - lagere kapitaalkost
- ▶ **Beurzen**
 - aantrekken van bedrijven voor een notering
 - competitie met andere platformen
- ▶ **Overheden**
 - liquiditeit verhoogt marktstabiliteit (zie bv. freezes tijdens de financiële crisis)

Inleiding:
Historiek FTT

Economische
Argumenten

Inkomsten

Speculatie

Liquiditeit

Prijsvorming

Volatiliteit

Reële Gevolgen
FTT

Case Study:
Frankrijk 2012

Andere Studies

Conclusie

References

Economische Argumenten

Prijsvorming

FTT verbetert prijsvorming.

- ▶ noise traders en speculanten worden uit de markt gedreven
- ▶ dit reduceert noise in de prijzen en leidt tot informatievere prijzen en efficiëntere markten

Inleiding:
Historiek FTT

Economische
Argumenten

Inkomsten

Speculatie

Liquiditeit

Prijsvorming

Volatiliteit

Reële Gevolgen
FTT

Case Study:
Frankrijk 2012

Andere Studies

Conclusie

References

Economische Argumenten

Prijsvorming

FTT kan ook andere types trader uit de markt drijven (arbitrageurs, geïnformeerde investeerders, ...)

- ▶ Dit kan de prijsvorming en het incorporeren van informatie in prijzen vertragen
- ▶ prijzen worden dan minder informatief en markten minder efficiënt

Inleiding:
Historiek FTT

Economische
Argumenten

Inkomsten

Speculatie

Liquiditeit

Prijsvorming

Volatiliteit

Reële Gevolgen
FTT

Case Study:
Frankrijk 2012

Andere Studies

Conclusie

References

Economische Argumenten

Volatiliteit

FTT reduceert volatiliteit.

- ▶ door vermindering van speculatie en noise trading

FTT kan volatiliteit verhogen.

- ▶ Er is minder liquiditeit en minder tegenpartijen
- ▶ Grotere prijsimpact van trades
- ▶ Hogere volatiliteit

Inleiding:
Historiek FTT

Economische
Argumenten

Reële Gevolgen
FTT

Kapitaalkost
bedrijven
Allocatie van
Kapitaal
Corporate
Governance
Impact of
Financiële Sector

Case Study:
Frankrijk 2012

Andere Studies

Conclusie

References

Reële Gevolgen FTT

► Reële effecten

- Kapitaalkost bedrijven en financieringskeuze
- Verbeteren van de allocatie van kapitaal
- Verbeteren corporate governance
- Sociale aspect
- Financiële sector

Prof. Dr. Gunther Wuyts

Financial Transaction Taxes (FTTs)

23

KU LEUVEN

Inleiding:
Historiek FTT

Economische
Argumenten

Reële Gevolgen
FTT

Kapitaalkost
bedrijven
Allocatie van
Kapitaal
Corporate
Governance
Impact of
Financiële Sector

Case Study:
Frankrijk 2012

Andere Studies

Conclusie

References

Reële Gevolgen FTT

Kapitaalkost bedrijven

FTT kan leiden tot een verhoging van de kapitaalkost voor bedrijven.

- Liquiditeit is een bron van risico voor investeerders (naast andere risico's)
 - omvangrijke literatuur dat liquiditeit een geprijsde risicofactor is (zie bv het overzicht in Amihud, Mendelson, and Pedersen (2005))
- Investeerders willen een compensatie voor risico
 - ze willen een hogere return voor illiquide activa
- Dit impliceert een hogere kapitaalkost voor bedrijven

Prof. Dr. Gunther Wuyts

Financial Transaction Taxes (FTTs)

24

KU LEUVEN

Inleiding:
Historiek FTT

Economische
Argumenten

Reële Gevolgen
FTT

**Kapitaalkost
bedrijven**

Allocatie van
Kapitaal

Corporate
Governance

Impact of
Financiële Sector

Case Study:
Frankrijk 2012

Andere Studies

Conclusie

References

Reële Gevolgen FTT

Kapitaalkost bedrijven

FTT kan leiden tot een verhoging van de kapitaalkost voor bedrijven.

- ▶ Een hogere kapitaalkost kan leiden tot minder investeringen, productie, werkgelegenheid, ...
- ▶ De keuze van financieren kan ook veranderen en vertekend worden (afhankelijk op welke producten een FTT van toepassing is)

Prof. Dr. Gunther Wuyts

Financial Transaction Taxes (FTTs)

25

KU LEUVEN

Inleiding:
Historiek FTT

Economische
Argumenten

Reële Gevolgen
FTT

**Kapitaalkost
bedrijven**

Allocatie van
Kapitaal

Corporate
Governance

Impact of
Financiële Sector

Case Study:
Frankrijk 2012

Andere Studies

Conclusie

References

Reële Gevolgen FTT

Allocatie van Kapitaal

FTT zorgt voor een betere allocatie van kapitaal.

- ▶ FTT reduceert inefficiënte investeringen (bv. in HFT technologie)
- ▶ Dit zorgt ervoor dat kapitaal op de meest productieve manier wordt aangewend (zie Keynes eerder)
- ▶ Attractief sociaal aspect: belasting op kapitaal (ipv arbeid)

Prof. Dr. Gunther Wuyts

Financial Transaction Taxes (FTTs)

26

KU LEUVEN

Inleiding:
Historiek FTT

Economische
Argumenten

Reële Gevolgen
FTT

Kapitaalkost
bedrijven
Allocatie van
Kapitaal

Corporate
Governance

Impact of
Financiële Sector

Case Study:
Frankrijk 2012

Andere Studies

Conclusie

References

Reële Gevolgen FTT

Corporate Governance

FTT zorgt voor een betere corporate governance.

- ▶ Door de verminderde focus op de korte termijn, doen bedrijven betere investeringen, meer op de langere termijn gericht
- ▶ Echter: Giannetti and Wu (2016): bedrijven met meer korte-termijn investeerders hebben een betere LT performantie
 - deze bedrijven doen meer inspanning om zich aan te passen aan een nieuwe, meer competitieve omgeving

Prof. Dr. Gunther Wuyts

Financial Transaction Taxes (FTTs)

27

KU LEUVEN

Inleiding:
Historiek FTT

Economische
Argumenten

Reële Gevolgen
FTT

Kapitaalkost
bedrijven
Allocatie van
Kapitaal

Corporate
Governance

Impact of
Financiële Sector

Case Study:
Frankrijk 2012

Andere Studies

Conclusie

References

Reële Gevolgen FTT

Impact of Financiële Sector

FTT heeft zeker een impact op activiteiten in sectoren die activa uitgeven en/of verhandelen.

- ▶ Minder handel leidt tot lagere winsten
 - financiële sector wordt kleiner
 - lagere tewerkstelling (en lonen)
- ▶ Financiële sector zal de FTT doorrekenen aan klanten
 - binnen de financiële sector
 - maar ook: pensioenfondsen, bedrijven, overheden (overheidsobligaties)
- ▶ Verhuis van activiteiten en aanpassen strategie (bv. producten niet meer opnemen in portefeuille)

Prof. Dr. Gunther Wuyts

Financial Transaction Taxes (FTTs)

28

KU LEUVEN

Inleiding:
Historiek FTT
Economische
Argumenten
Reële Gevolgen
FTT

Case Study:
Frankrijk 2012

Andere Studies
Conclusie
References

Case Study: Frankrijk 2012

FTT (stamp duty) geïntroduceerd op 1 augustus 2012 voor een subset van Franse aandelen (marktcap > 1 miljard euro)

► Wat?

- 20 bps (0.2%) van de transactieprijs, te betalen door de koper op dagelijkse netto veranderingen in de positie
- trades op elk platform en OTC markten
- uitzonderingen:
 - marktmakers
 - nieuw uitgegeven aandelen
 - transacties van clearing houses
 - aandelenplannen van werknemers

Inleiding:
Historiek FTT
Economische
Argumenten
Reële Gevolgen
FTT

Case Study:
Frankrijk 2012

Andere Studies
Conclusie
References

Case Study: Frankrijk 2012

- De gevolgen van deze FTT werden geanalyseerd in o.a.
 1. Colliard and Hoffmann (2015)
 2. Becchetti, Ferrari, and Trenta (2014)
 3. Gomber, Haferkorn, and Zimmermann (2016)
- Caveat: Deze FTT is niet identiek aan het Europese voorstel.

Inleiding:
Historiek FTT
Economische
Argumenten
Reële Gevolgen
FTT

Case Study:
Frankrijk 2012

Andere Studies
Conclusie
References

Case Study: Frankrijk 2012

- ▶ Wat is het effect op de markt?
 - Volume daalt met 10%
 - Geen effect op volatiliteit
 - Liquiditeit verslechtert (spread onveranderd, depth en resiliency daalt)
 - Prijsvorming daalt (minder efficiëntie)
 - Grotere effecten voor aandelen waar er geen HFTs optreden als marktmaker (zijn vrijgesteld)
→ FTT beïnvloedt beslissing om liquiditeit te leveren
 - Informatiedoorstroming tussen platformen daalt

Inleiding:
Historiek FTT
Economische
Argumenten
Reële Gevolgen
FTT

Case Study:
Frankrijk 2012

Andere Studies
Conclusie
References

Case Study: Frankrijk 2012

- ▶ Additionele effecten
 - institutionele investeerders reduceren volume
 - vooral investeerder met een hoge turnover verminderen zowel hun activiteit als de hoeveelheid Franse aandelen in hun portefeuille

Inleiding:
Historiek FTT

Economische
Argumenten

Reële Gevolgen
FTT

Case Study:
Frankrijk 2012

Andere Studies

Conclusie

References

Andere Studies

- De academische literatuur is echter niet eensgezind rond de effecten
- De volgende slide geeft een overzicht van een aantal studies (Bron: Gomber, Haferkorn, and Zimmermann, 2016)

Prof. Dr. Gunther Wuyts

Financial Transaction Taxes (FTTs)

33

KU LEUVEN

Inleiding:
Historiek FTT

Economische
Argumenten

Reële Gevolgen
FTT

Case Study:
Frankrijk 2012

Andere Studies

Conclusie

References

Andere Studies

This table reports empirical analyses on the effects of Securities Transaction Tax (STT), Transaction Cost modifications (TC) and Fix Commission Deregulation (FCD) on different market quality parameters. These are further categorised by analysed country, type of modification, rate change, market and findings volatility, liquidity and volume changes. Statistically significant results are denoted by a star (*).

Paper	Country	Type	Rate	Market	Volatility	Liquidity	Volume
Baltagi <i>et al.</i> (2006)	China	STT	increase	Stock	increase*	–	decrease*
Chou and Wang (2006)	Taiwan	STT	decrease	Futures	no effect	increase* on cut	increase
Green <i>et al.</i> (2000)	UK	TC	increase	Stock	increase* (market vol.) decrease* (fund. vol.)	–	–
Hau (2006)	France	TC	increase	Stock	increase*	–	–
Hu (1998)	Hong Kong	STT	incr./decr.	Stock	no effect	–	no effect
	Japan	STT	incr./decr.	Stock	no effect	–	no effect
	Korea	STT	incr./decr.	Stock	no effect	–	no effect
	Taiwan	STT	incr./decr.	Stock	no effect	–	no effect
Jones and Seguin (1997)	USA	FCD	decrease	Stock	decrease*	–	–
Lanne and Vesala (2010)	Germany Japan, USA	FCD	increase	FX	increase*	–	–
Phylaktis and Aristidou (2007)	Greece	STT	incr./decr.	Stock	increase* on rise	–	no effect
Pomeranets and Weaver (2012)	USA	STT	incr./decr.	Stock	increase* on rise	increase* on cut	increase* on cut
Roll (1989)	23 Countries	STT	incr./decr.	Stock	decrease* on rise increase on rise	decrease* on rise	decrease* on rise
Sinha and Mathur (2012)	India	STT	increase	Stock	increase*	–	increase/decrease*
Umlauf (1993)	Sweden	STT	increase	Stock	increase*	–	decrease*

Prof. Dr. Gunther Wuyts

Financial Transaction Taxes (FTTs)

34

KU LEUVEN

Inleiding:
Historiek FTT

Economische
Argumenten

Reële Gevolgen
FTT

Case Study:
Frankrijk 2012

Andere Studies

Conclusie

References

Conclusie

- ▶ Theoretisch biedt een FTT een aantal interessante voordelen
- ▶ Echter: er zijn ook neveneffecten
- ▶ Academisch onderzoek toont aan de de voordelen zeker niet altijd doorwegen, en dat er ook minder positieve effecten zijn
- ▶ Er is ook aandacht (en meer onderzoek) nodig naar de reële effecten van een FTT (voor bedrijven, financiële sector, overheden bv.)

Inleiding:
Historiek FTT

Economische
Argumenten

Reële Gevolgen
FTT

Case Study:
Frankrijk 2012

Andere Studies

Conclusie

References

Conclusie

- ▶ Design van de FTT is cruciaal
 - Op welke financiële activa?
 - Tax base (cfr. derivaten)?
 - Welk percentage (gevaar voor distorties)?
 - Per transactie of meerwaarde?
 - Overdracht eigendom of elke transactie (cfr. HFTs)

Inleiding:
Historiek FTT

Economische
Argumenten

Reële Gevolgen
FTT

Case Study:
Frankrijk 2012

Andere Studies

Conclusie

References

References I

- Amihud, Y., H. Mendelson, and L. H. Pedersen (2005): "Liquidity and Asset Prices," *Foundations and Trends in Finance*, 1(4), 269–364.
- Becchetti, L., M. Ferrari, and U. Trenta (2014): "The Impact of the French Tobin Tax," *Journal of Financial Stability*, 15, 127–148.
- Colliard, J.-E., and P. Hoffmann (2015): "Financial Transaction Taxes, Market Composition, and Liquidity," *Working Paper*.
- Giannetti, M., and X. Wu (2016): "The Corporate Finance Benefits of Short Horizon Investors," *Working Paper*.
- Gomber, P., M. Haferkorn, and K. Zimmermann (2016): "Securities Transaction Tax and Market Quality - the Case of France," *European Financial Management*, 22(2), 313–337.
- Keynes, J. M. (1936): *The General Theory Of Employment, Interest, And Money*. Palgrave Macmillan.
- Matheson, T. (2012): "Security Transaction Taxes: Issues and Evidence," *International Tax and Public Finance*, 19(6), 884–912.
- Schwert, G. W., and P. J. Seguin (1993): "Securities Transaction Taxes: An Overview of Costs, Benefits and Unresolved Questions," *Financial Analysts Journal*, 49(5), 27–35.

Prof. Dr. Gunther Wuyts

Financial Transaction Taxes (FTTs)

37

KU LEUVEN

Inleiding:
Historiek FTT

Economische
Argumenten

Reële Gevolgen
FTT

Case Study:
Frankrijk 2012

Andere Studies

Conclusie

References

References II

- Stiglitz, J. E. (1989): "Using Tax Policy to Curb Speculative Short-Term Trading," *Journal of Financial Services Research*, 3(2), 101–115.
- Summers, L. H., and V. P. Summers (1989): "When Financial Markets Work too Well: A Cautious Case for a Securities Transactions Tax," *Journal of Financial Services Research*, 3(2), 261–286.
- Tobin, J. (1978): "A Proposal for International Monetary Reform," *Eastern Economic Journal*, 4(3/4), 153–159.

Prof. Dr. Gunther Wuyts

Financial Transaction Taxes (FTTs)

38

KU LEUVEN

BIJLAGE 4:

Presentatie van de heer Lieven Denys (VUB).

ANNEXE 4:

Présentation de M. Lieven Denys (VUB).

Hoorzitting FTT

Commissie Financiën Kamer

april 2016

Ter inleiding

Prof. mr. Lieven Denys (vub)

Hoorzitting FTT Kamercommissie Financiën

Context

- een terugblik
- de financiële markten

Stand van zaken onderhandelingen

- de 10
- de knelpunten (juni 2016)

Aanbevelingen

Hoorzitting FTT Kamercommissie Financiën

Context 1 : een terugblik

- **1936** Keynes FTT
- **1972** Tobin CTT : “throwing sand in the wheels of the excessively efficient money markets “
- **2000** Spahn – Belgische general CTT 2004 (: Global CTT: Finance for (International/EU) Development
- **2008** Collapse Lehman Brothers : supprime crisis- global financial crisis spill-over into global real economy crisis)
- **2011** EU FTT voorstel -EU 11+ 2013: general FTT : pay back & fair substantial share / des-incentive harmful h.f. trading/ single market fragmentation & taxation /opbrengst EU eigen middelen
- **2013-2015** EU Onderhandelingen: koord dansen (campagne financiële sector , zich herpakkend van de crisis)
- **2014** Regeerakkoord : Belgisch engagement bij consensus herhaald (zij het met een slag om de arm, die in 2015 lijkt op een addertje (?) onder het gras).
- Afspraken EU 10 tot **december 2015** : vooruitzichten juni 2016 : de knelpunten

Hoorzitting FTT Kamercommissie Financiën

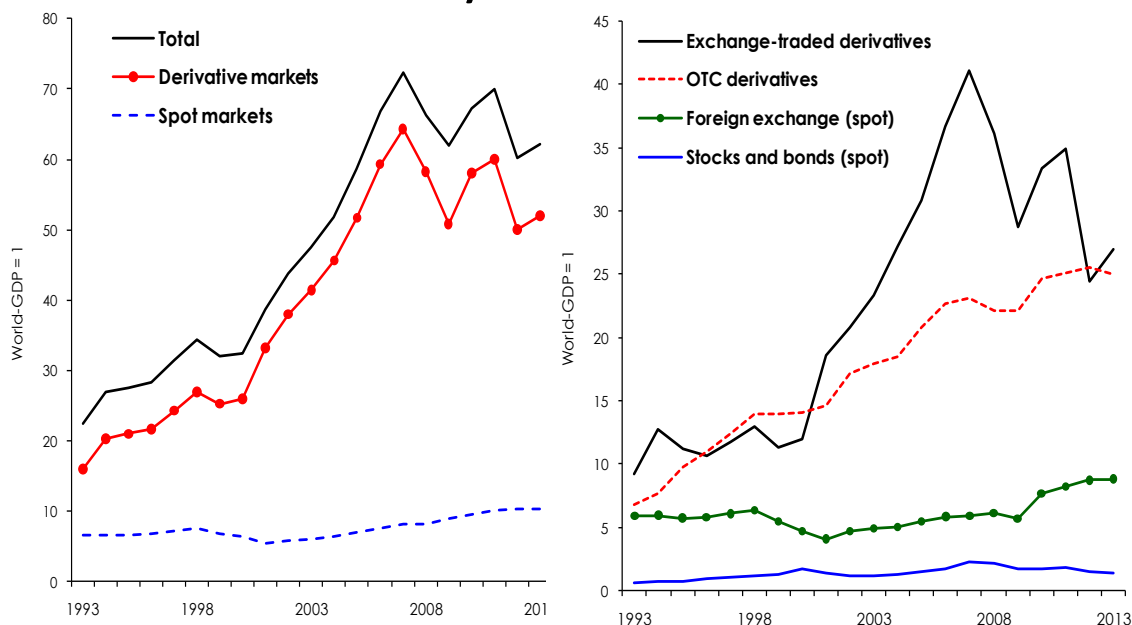
Context 2 : de financiële markten

Financial transactions in global economy : (W.Moesen, S. Schulmeister 60 x WGDP: 4.500.000 miljard \$ cfr Figure Schulmeister : Financial Transactions in global economy (1990-2012; source BIS, WFE,WIFO) hereafter ; WGDP (real economy) 2015 : 75 à 80.000 miljard \$

Belgische data (BIS-triannual 2013 survey NBB: 4 banken 90%, 2banken 75%): Forex daily: 21,6 miljard \$ (-34% ;worldwide +35%) op jaarbasis x250= 5.400 miljard ; OTC interest rate derivatives : daily 8,6 miljard \$ (-14%;worldwide +14%) op jaarbasis 2.150 miljard \$; Belgisch aandeel telkens 0,3% wereldomzet (daily + 10.000 miljard \$,op jaarbasis 2.520.000 miljard \$)

CLS januari 2016 : daily average Forex: 4.840 miljard \$ (annual x250= 1.210.000 miljard \$;) peak daily turnover :9.000 miljard \$
BIS Forex 2013 1.800.000 miljard \$ Intr.rate derivatives : (716.666 miljard \$)

Financial transactions in the global economy relative to GDP



Hoorzitting FTT Kamercommissie Financiën

EU FTT OBJECTIVES

The **EU FTT** proposal is aimed at:

- ensuring that the undertaxed financial sector pays its **fair and substantive share of tax** (bail out banks to big to fail/ pay back time/level playing (tax) field);
- **discouraging** transactions that do not enhance the efficiency & stability of financial markets (high frequency & speculation/market failures/crisis prevention) ;
- **harmonising** the FTT's in the participating member states (fragmentation single market /double FTT tax & allocation taxing rights proceeds).
- own EU resources /ODA ?
- first **step global tax solution**

Hoorzitting FTT Kamercommissie Financiën

FTT MODEL

- **All Financial Instruments , All Financial Markets ,
All Financial Actors**
- **Broadest bases , Lowest Rates**
- **Residence & Issuance & Counterparty
principles**
- **Involvement one (deemed EU 11) Financial
Institution (= State of taxation)**

Hoorzitting FTT Kamercommissie Financiën

Context 4 : de FTT opbrengsten

Europese raming: 2011: 57 miljard € (0,45% GDP) waarvan 19,4 van transacties in effecten en 37,7 miljard van derivaten (“ place of transaction-based”); volgens Smets , voor België 1,4%: 800 mln €; **2013 EU-11: 34 miljard** (60% van 2011; 0,4% GDP) waarvan 13 van transacties in effecten en 21 van derivaten ; **Belgium 4,04% = 1,373 miljard €** (vgl : Estland 95 mln ; 0,28%).

raming Febelfin/Belfius in 2013 : 8,7 miljard € (??)

Belgische beurstaks :Smets : jaren 2008-2010: 128 à 140 mln € ; raming A.Leclercq (na recente verhogingen) : 300 mln € (pm 11% = overheidsobligaties); speculatietaks vs TOB

Hoorzitting FTT Kamercommissie Financiën **stand van zaken : de 10 landen**

- **de economie van de EU-27 maakt een vierde van de Global Economy uit**
- **de EU-11 maken meer dan 90% van de Eurozone en 2/3 van de EU 27 economie uit**

Hoorzitting FTT Kamercommissie Financiën **stand van zaken :
onderhandelingen & knelpunten**

**EU voorstel 2011 EU-10 voorstel 2013 onderhandelde 13 building blocks
(privileged transactions, actors, assets; phase-in, allocation revenue)**

-8.12.2015: "Statement by: Austria, Belgium, France, Germany, Greece, Italy, Portugal, Slovakia, Slovenia, Spain on the Financial Transaction Tax

We reached today an agreement on the tax that should have the following features:

1. Regarding shares:

- a) All transactions including intra-day should be taxed.
- b) All transactions in the chain should be taxed except agents and clearing members (when acting as facilitators).
- c) In order to sustain liquidity in illiquid market configurations, a narrow market making exemption might be required.
- d) The territorial scope of the tax should follow the commission's proposal. It is now being determined whether it is more sensible to start taxation with only shares issued in the member states participating in the enhanced cooperation. Important elements in this determination include relocation risks and administrative costs.

Hoorzitting FTT Kamercommissie Financiën
onderhandelingen

stand van zaken :

2. Regarding **derivatives**:

a) The territorial scope of the tax should follow the commission's proposal (cumulation of residence and issuance principles with application of counterparty principle).

b) The taxation should be based on the principle of the widest possible base and low rates and it should not impact the cost of sovereign borrowing.

c) The determination of the tax base for derivatives should abide by the following principles:

- i) For option-type derivatives the tax base should preferably be based on the option premium.
- ii) For products others than option-type derivatives and coming with a maturity, a kind of term-adjusted notional amount / market value (where available) might be considered as the appropriate taxable base.
- iii) For products other than option-type derivatives and not coming with a maturity, the notional amount / market value (where available) might be considered as the appropriate taxable base.
- iv) In some cases, adjustments to the tax rates or to the definition of the tax base might be necessary in order to avoid distortions.

d) No exemption for market making activities should be granted.

Hoorzitting FTT Kamercommissie Financiën
knelpunten

stand van zaken :

3. Other elements: Member States agreed that further analysis with regard to real economy and pension schemes is required. Negative impact on real economy and pension schemes should be minimised. Further, the financial viability of the tax for each country is required.

4. On the basis of these features, in order to prepare the next step, experts in close coordination with the commission should elaborate adequate tax rates for the different variants. A decision on these open issues should be made until the end of June 2016."

Hoorzitting FTT Kamercommissie Financiën **knelpunten : vrijwaring reële economie**

Knelpunten: het vrijwaren van

- **de reële economie**
- **de kosten van de Staatschuld**
- **de pensioenfondsen & verzekeringsondernemingen (wat hun dekkingsactiva betreft)**

Hoorzitting FTT Kamercommissie Financiën **knelpunten :1**
vrijwaring reële economie (o.a. intra-groepsverrichtingen MNO,
KMO, woonkredieten)

- Definitie “reële economie”
- Problemen: - **hedging**
 - Vrijstelling eigen helft van de transacties tot 5x jaaromzet (alternatief EP ?)
 - Vrijstelling hedging direct gelinked aan commerciële risico's reële econ. activiteit (EMIR mechanisme ?) Alternatief : BTW credit ?
- **kost kapitaal** (MNO KMO, Woonkrediet)
- **toetsing normdoel**: gelijkbehandelingsbeginsel ;objectgerichte FTT (all actors, all instruments, all markets) fair & substantial share (brede basis/minimaal tarief); disincentive flitshandel & speculatie / level playing (tax) field/ distorties
- intragroepsverrichtingen (60% WTG&S; BEPS; Eurozone; + vrij indien geen FI ?);
- **recycling** opbrengsten in economie (indien niet EU budget , priorit. EU Com : afbouw staatschuld, verlaging Ven.B en B op arbeid, transferten huishoudens)

Hoorzitting FTT Kamercommissie Financiën **knelpunten :1**
vrijwaring reële economie : staatschuld

- **buiten het rechtstreeks toepassingsgebied : primaire & secundaire markten**
- **voldoende directe link met transactiekosten derivaten primary dealers ? gegeven constellatie rol primary dealers ? afwenteling counterparties ?**
- **empirische data? andere fiscale maatregelen (verhoging beurstaksen , RV; buitenlandse ervaringen ?)**
- **The whole picture ? kost afzetten tegen directe opbrengsten (broekzak/vestzak en méér ?)**
- **afwegen tegen “het andere” fiscaal beleid met impact reële economie (belasting winst , arbeid , consumptie)?**
- **is algemeen belang gebaat bij legitimatie & subsidie derivatensysteemrisico's en -stress ? selectieve staatsteun ?**

Hoorzitting FTT Kamercommissie Financiën **knelpunten :**
pensioenfondsen

Relatief gering belang van België ? relatief gering belang FTT belaste transacties van pensioenfondsen (hooguit het vrij sterk beperkte segment van investeringen in derivaten)?

Pensioenfondsen maakt deel uit van de financiële sector en participeert in de financiële markten: **quasi subjectieve vrijstelling**, normdoelconform (gelijkheidsbeginsel) of een **privilege** ? vgl OG transactietaksen (reg.rt. & btw); distortie/ontwijking-bevorderend ?);eventueel FTT specifiek gelinkte dekkingsverrichtingen tax credit andere taksen;

Conservatieve, trendvolgend “buy & hold” strategy vs actief management van “buy & sell” ; PF is doelgebonden investeerder (belang deelname aan (korte termijn) financiële transacties met kort gewin vs risico diepgaande rampscenario's (bubbels, meltdown etc).

Omvattend fiscaal beleid pensioenvoorzieningen (& sparen vr de oude dag) (incl.verz.taksen & btw

Hoorzitting FTT Kamercommissie Financiën **knelpunten**
Verzekeringsondernemingen (dekkingsactiva)

- Equivalentie levensverzekeringen met pensioen voorzieningen ?
- EMIR inspiratie ?
- dekkingsactiva van financiële instellingen zijn financiële activa: normdoeltoetsing en level playing field.

Omvattend fiscaal beleid (miv verzekeringstaksen, btw vrijstelling ; subsidie extralegale pensioenkapitalen).

Hoorzitting FTT Kamercommissie Financiën

Aanbevelingen

Get the full picture (data based financieel & fiscaal)van de financiële sector.

I In het dossier van de EU-10 FTT

Verfijn de doelstellingen (bank-bashing)

ALL-IN EU 10 FTT + design-issues !

- fraude- en ontwijking bevorderende, kruipende uitzonderingsregimes weren; robuuste fiscaal gedreven delocalisatie & substitutie maatregelen (mede tgv CRS & financiële Fatca/big brother ,financiële markten = e-commerce: follow the money : fraude & BEPS proof /CFC/ /license to operate/ enforcability ; BEPS-dividend GCCT
- begeleidende regulerend maatregelen: transparantie UBO/KYC; centralisatie van marktinfrastructuur ; license to operate ; niet tegenstelbaarheidsregeling etc.
- territorialiteitsdiscussie (aanknopingsfactoren & allocatie taxing rights); mede uit efficiency overwegingen kan een onderhandelde allocatie van opbrengsten bewerkstelligd worden om met een hydraulische EU conversiemethode de middelen in het eigen budget te incorporeren (corr.vermindering EU bijdrage).
- draagvlak : recyclage in de economie (afbouw StS, B. op winst en arbeid, herverdeling).

**II In ruimere verband : Inventariseer en situeer de financiële sector i.f.v. het
omvattende fiscaal beleid ; afweging t.o.v. de klassieke belasting
van reële economie (ondernemerswinstbelasting, arbeid &
consumptie) ;**

- Focus transparantie op renaissance van objectgerichte (gedepersonaliseerde) en coherente financiële transactiebelastingen
- De financiële transactiebelasting kan (qua systeem geharmoniseerd) uitgebouwd worden op drie niveaus met geëigende autonome tariefzetting en budgettaire bestemming :
 1. een lokale financiële T belasting op particuliere investeerders (retail markt) voor het nationale/gewestelijke budget (van beursbelasting naar overal FTT)
 2. een regionale EU FTT op fin. effecten (m.i.v. derivaten) in de EU voor het EU budget (met verrekening met BBP-bijdrage);
 - 3.een globale CTT op valuta (m.i.v. derivaten) tbv het international public good (ODA, Climate Fund , Development Goals etc.)