

Projet de directive sur la taxation des intérêts : vers un bouleversement du marché obligataire international ?



HUBERT DU VIGNAUX



MARC-ÉTIENNE SÉBIRE

Avocats à la cour, Gide Loyrette Nouel

L'évasion fiscale, sous forme d'«exil fiscal» ou de délocalisation de l'épargne, donne lieu à d'importants débats. Depuis longtemps soucieuse d'harmoniser la fiscalité de l'épargne à l'intérieur de l'Union, la Commission européenne a présenté en 1998 une nouvelle proposition de directive visant à instaurer une coexistence entre un système de retenue à la source et un mécanisme d'échange d'informations sur les paiements d'intérêts transfrontaliers. Si ce projet était adopté, quel serait son champ d'application, ses modalités de mise en œuvre, son impact ?

Récemment consultés par l'International Primary Market Association (IPMA) sur ces questions au regard du droit français, nous tenterons ici d'apporter quelques éléments de réponse avant le Sommet européen des 7, 8 et 9 décembre 2000 à Nice.

Une première tentative d'harmonisation européenne de la fiscalité de l'épargne, sous la forme d'une proposition de directive introduisant une retenue à la source, avait déjà été rejetée en 1989, faute d'accord entre les Etats membres. Tirant les leçons du passé, la proposition actuelle offre aux Etats membres la possibilité d'opter soit pour un système de retenue à la source, soit pour un système d'échange d'informations. Après avoir rappelé l'historique de cette proposition (I) nous en étudierons le champ d'application (II) ainsi que ses modalités pratiques et leurs conséquences (III).

I L'historique de la proposition de directive

Le 1^{er} décembre 1997, le Conseil Ecofin (1) a, au cours d'un large débat sur la politique fiscale européenne, approuvé un «paquet fiscal» définissant certains principes essentiels dans les domaines de la fiscalité des entreprises, des paiements transfrontaliers d'intérêts entre entreprises et des revenus de l'épargne. Sur ce dernier point, le Conseil Ecofin a invité la Commission à lui présenter une

proposition de directive «en vue de garantir un minimum d'imposition effective des revenus de l'épargne [des personnes physiques] à l'intérieur de la Communauté et d'éviter les distorsions indésirables de concurrence». La Commission a donc élaboré une proposition de directive (2) instaurant une option, au choix des Etats membres, entre un système de retenue à la source et un système d'échange d'informations.

Le Conseil européen d'Helsinki qui s'est tenu les 10 et 11 décembre 1999 (3), sans approuver formellement le paquet fiscal, a fait sien le principe selon lequel «tous les citoyens qui résident dans un Etat membre de l'Union européenne devraient payer tous les impôts exigibles sur la totalité des revenus de leur épargne». Toutefois, ne pouvant trouver un accord sur les modalités d'application de ce principe, le Conseil européen a chargé un groupe d'experts d'étudier la manière la plus efficace de le mettre en œuvre.

S'appuyant sur les travaux de ce groupe, le Conseil Ecofin a communiqué un rapport au Conseil européen réuni à Santa Maria da Feira les 19 et 20 juin 2000 (4), aux termes duquel la directive doit avoir pour objet plus que d'instaurer un niveau minimum unifié d'imposition, d'empêcher que les revenus de l'épargne investie par des

ressortissants de l'Union européenne dans un autre Etat membre échappent à l'impôt. A cette fin, le rapport propose que la coexistence entre les deux systèmes ne soit que temporaire, le mécanisme d'échange d'informations devant seul subsister à terme (5). En approuvant ce rapport mot pour mot, les quinze Etats membres ont donc franchi une étape essentielle. Une date butoir a également été fixée, le Conseil européen préconisant l'adoption et la mise en œuvre d'une directive au plus tard à la fin de 2002.

Les conséquences importantes que pourrait entraîner l'adoption de la proposition de directive, notamment pour le marché obligataire international (6), avaient dès avant Feira, attiré les foudres de certaines organisations professionnelles (7), mais aussi d'Etats membres comme le Luxembourg et la Grande-Bretagne.

Le Conseil européen de Feira a d'ailleurs noté que pour préserver la compétitivité des marchés financiers européens, la présidence de l'Union européenne et la Commission devront engager des négociations avec les Etats-Unis et certains pays frontaliers de l'Union européenne (Suisse, Liechtenstein, Monaco, Andorre, Saint-Marin) afin de favoriser l'adoption de mesures équivalentes dans ces pays ; simultanément, la Grande-Bretagne et les Pays-Bas devront encourager l'adoption des mêmes mesures dans leurs territoires associés et dépendants (Iles Anglo-Normandes, Ile de Man et territoires dépendants ou associés des Caraïbes) (8). Le Luxembourg fait de la réussite de ces discussions avec les pays tiers un préalable à son accord sur la proposition de directive (qui doit, selon le fonctionnement actuel des institutions européennes, recueillir l'unanimité des Etats membres), atténuant la portée du consensus dégagé à Feira.

II Le champ d'application de la proposition de directive

La proposition actuelle de directive vise les *«intérêts payés à des personnes physiques qui ont leur résidence fiscale dans un Etat membre autre que celui du paiement par un agent payeur»* (art. 1, paragraphe 1 de la proposition de directive).

A La qualité des parties

a) Personnes physiques

La proposition de directive ne vise que les intérêts payés au titre des obligations détenues par des personnes physiques et non de celles détenues par des personnes morales.

Les émissions obligataires internationales sont des émissions placées sans offre au public dans plusieurs juridictions (9). Elles sont donc le plus souvent soumises à des restrictions de ventes, par lesquelles les membres du syndicat de placement s'engagent contractuellement à ne pas placer les titres par voie d'offre au public dans un certain nombre de pays (10), dont le non-respect est susceptible d'entraîner l'application de sanctions civiles, pénales ou fiscales. Ainsi, la restriction de vente française est généralement la suivante : *«l'émetteur et les membres du syndicat sont convenus et ont déclaré que les obligations sont émises*

hors de France et qu'ils n'ont pas offert ou vendu, et n'offriront ni ne vendront aucune obligation au public en France, lors de leur distribution initiale, directement ou indirectement, et n'ont pas distribué, ne distribueront pas ou ne feront pas distribuer le présent Prospectus, ses avenants, ses suppléments ou aucun autre document relatif aux obligations au public en France, sauf à des investisseurs qualifiés et/ou à un cercle restreint d'investisseurs, tels que définis à l'article 6 de l'ordonnance n° 67-833 en date du 28 septembre 1967, telle que modifiée, et par le décret n° 98-880 du 1^{er} octobre 1998» (11).

Cette rédaction n'exclut toutefois pas la détention d'obligations par une personne physique puisque, selon l'article 6 de l'ordonnance de 1967, *«un cercle restreint d'investisseurs est composé de personnes autres que les investisseurs qualifiés...»*, et peut donc comprendre des personnes physiques (12). Certaines restrictions de vente vont plus loin et n'autorisent le placement qu'auprès des seuls investisseurs qualifiés (qui ne peuvent être que des personnes morales) (13). Mais les restrictions de vente ne sont pas toujours respectées en pratique et il arrive même parfois que ce type d'obligations soit directement placé entre les mains de quelques personnes physiques, ce qui suffit à faire encourir à l'emprunt concerné les conséquences importantes étudiées ci-après (v. note 23). En outre, de nombreux emprunts placés sur le marché primaire exclusivement auprès d'investisseurs qualifiés font l'objet d'une admission aux négociations sur un marché réglementé où les titres peuvent alors être achetés par des personnes physiques.

La présence de restrictions de vente ne suffit donc pas à garantir que les titres ne sont détenus que par des personnes morales et donc à exclure l'application de la directive (14).

b) Notion d'agent payeur

La proposition de directive visant les intérêts payés par un «agent payeur», son champ d'application dépend étroitement de l'interprétation de cette notion.

Dans les émissions obligataires internationales, on appelle traditionnellement «agents payeurs» les agents chargés du service financier des titres (paiement des intérêts et remboursement du principal), nommés par l'émetteur en vertu d'un contrat de service financier. En pratique, cependant, le paiement direct des intérêts par un agent payeur à un investisseur final supposerait que soient réunies les trois conditions cumulatives suivantes :

- l'émission donne lieu à l'impression de titres matérialisés ;
- qui sont remis aux investisseurs finaux ;
- lesquels les présente physiquement au paiement aux agents payeurs nommés par l'émetteur, sans recourir à un intermédiaire.

Or il est bien évident que la réunion de ces trois conditions dans les émissions internationales soumises au droit français et utilisant la dématérialisation (15) est impossible. Au contraire, du fait de la dématérialisation, les versements initialement effectués par l'agent payeur vont obligatoirement transiter par une chaîne d'intermédiaires, en particulier les centrales de compensation, leurs affiliés et l'entité qui va effectivement créditer le compte, avant d'atteindre le porteur final. On peut donc affirmer que la situation dans laquelle un agent payeur nommé par l'émetteur effectuera directement un verse-

ment à un investisseur final ne se rencontrera que très exceptionnellement en droit français.

Mais l'article 3 - b de la proposition de directive donne de l'agent payeur une définition beaucoup plus large que la notion usuelle : «*on entend par "agent payeur" tout opérateur économique qui est responsable du paiement d'intérêts au profit immédiat du bénéficiaire effectif*».

L'article 3 - b énumère ensuite les opérateurs qui peuvent entrer dans cette définition : «*qu'il s'agisse du débiteur du capital produisant les intérêts lui-même ou bien de l'opérateur chargé du paiement des intérêts par le débiteur ou le bénéficiaire effectif, dans la mesure où l'opérateur économique est établi à l'intérieur de la Communauté en dehors de l'Etat membre où le bénéficiaire effectif a sa résidence fiscale*».

Cette définition semble contredire certaines analyses sommaires selon lesquelles la directive ne serait que marginalement applicable car (i) elle ne vise que les paiements effectués par des agents payeurs nommés par l'émetteur en vertu du contrat de service financier et (ii) les paiements, que les obligations soient matérialisées ou dématérialisées, sont presque toujours réalisés par l'intermédiaire de centrales de compensation et exceptionnellement directement auprès des investisseurs finaux.

Le terme «agent payeur», au sens de la proposition de directive, désigne donc le dernier maillon de la chaîne des intermédiaires, celui qui crédite du montant des intérêts le compte ouvert dans ses livres par l'investisseur final, c'est-à-dire en pratique «*le guichet de banque, le teneur du compte-titres du particulier*» (16).

B Les flux concernés

Un paiement d'intérêts tombe dans le champ d'application de la proposition de directive :

- s'il est effectué par un agent payeur domicilié dans un Etat membre de l'Union européenne ;
- à destination d'un investisseur final, personne physique, qui a sa résidence fiscale dans un autre Etat membre de l'Union européenne.

Dans la plupart des cas, l'agent payeur et l'investisseur final seront domiciliés dans le même pays et, dès lors, les paiements d'intérêts n'entreront pas dans le champ d'application de la directive. Les intérêts versés aux résidents d'Etats extérieurs à l'Union européenne y échapperont également. La directive s'appliquera exclusivement aux versement d'intérêts perçus par une personne physique, résident fiscal d'un Etat membre, sur son compte ouvert dans les livres d'un agent payeur situé dans un autre Etat membre.

III Le système de coexistence prévu par la proposition de directive

La proposition de directive est basée sur un système de coexistence qui impose aux Etats membres, lorsque les conditions mentionnées ci-dessus sont réunies, soit d'appliquer une retenue à la source sur les

intérêts versés, soit d'informer du paiement de ces intérêts l'Etat membre où leur bénéficiaire final est domicilié (échange d'informations entre les autorités fiscales des pays membres) (17).

Mais, on l'a vu (v. note 5), et c'est même l'apport essentiel du Conseil européen de Feira, la coexistence ne devrait être que temporaire.

Au regard des positions prises à Feira, l'Allemagne, le Danemark, l'Espagne, la Finlande, la France, l'Irlande, l'Italie, les Pays-Bas, le Royaume-Uni et la Suède ont accepté d'introduire le système de l'échange d'informations au plus tard dans les cinq ans suivant l'adoption de la directive. L'Autriche, la Belgique et le Luxembourg ont obtenu de disposer d'un délai supplémentaire puisqu'ils pourront appliquer le système de la retenue à la source jusqu'à sept ans après l'adoption de la directive. De leur côté, la Grèce et le Portugal doivent informer le Conseil avant la fin de l'an 2000 de leur choix de faire partie du premier groupe (pays qui adoptent le régime de l'échange d'informations au plus tard dans les cinq ans) ou du second (pays qui adoptent le régime de l'échange d'informations au plus tard dans les sept ans). A terme, le système de la retenue à la source devra donc être abandonné dans tous les Etats membres, au profit du système de l'échange d'informations.

Dans l'immédiat, la mise en œuvre de la directive reposerait sur les agents payeurs qui devraient, selon le choix opéré par l'Etat membre où ils sont domiciliés, soit fournir les informations requises (A), soit opérer la retenue à la source (B).

A L'échange d'informations

Le système de l'échange d'informations constitue une des deux options de la proposition de directive pendant la période transitoire. Il sera, à terme, le seul système possible.

Selon la proposition actuelle de directive, l'Etat membre de l'agent payeur devra communiquer à l'Etat membre dans lequel le bénéficiaire effectif des intérêts a sa résidence fiscale l'identification du bénéficiaire et de sa résidence déclarée, ainsi que le montant des intérêts payés et la date de ce paiement (18).

Le contenu exact de cette communication, tant entre l'agent payeur et l'Etat où il a son siège qu'entre les Etats membres fait cependant encore l'objet de discussions, notamment quant aux modalités de communication des montants et des dates de paiement.

En toute hypothèse, ce dispositif aurait pour effet de créer une brèche dans la protection du secret bancaire et plusieurs pays, notamment le Luxembourg (qui a posé comme condition préalable à la signature de la directive, l'adoption de mesures équivalentes dans les pays tiers), l'Autriche (qui devra modifier sa constitution pour adopter la directive) et la Grèce, tirent argument de leur législation interne favorable au secret bancaire pour s'opposer au système de l'échange d'informations. A l'inverse la Grande-Bretagne souhaiterait appliquer ce système dès l'adoption de la directive et s'oppose, même s'il ne s'applique que temporairement, au mécanisme alternatif de la retenue à la source (19).

B La retenue à la source

Le système de la retenue à la source est la seconde option de la proposition de directive et ne devrait s'appliquer que durant la période transitoire.

L'Etat membre de l'agent payeur, qui aura adopté ce système, devra appliquer une retenue à la source d'un niveau minimum de 20 % (20) sur les intérêts payés par l'agent payeur au bénéficiaire effectif domicilié fiscalement dans un autre Etat membre (art. 8 de la directive).

Même dans un Etat ayant momentanément adopté le système de la retenue à la source, la proposition actuelle de directive prévoit qu'un particulier pourra préférer un mécanisme d'échange d'informations «volontaire», en sollicitant auprès des autorités de son Etat de résidence fiscale un certificat attestant de sa déclaration des intérêts à percevoir, et autorisant l'agent payeur à ne pas effectuer de retenue à la source. Par ce mécanisme, l'Etat de résidence fiscale du bénéficiaire pourra imposer les intérêts à percevoir, le but de la directive sera atteint et il n'y aura donc plus lieu à retenue à la source.

Si, en revanche, les intérêts font l'objet d'une retenue dans l'Etat membre où est situé l'agent payeur, l'Etat membre de résidence fiscale du bénéficiaire devra accorder à l'investisseur un crédit d'impôt égal au montant de la retenue effectuée, à concurrence de l'impôt qu'il aurait dû sur son territoire pour de tels intérêts.

Sur le marché des émissions obligataires internationales, une telle retenue à la source aurait des conséquences importantes. En effet, les émissions réalisées sur le marché international bénéficient généralement d'une exemption de tout prélèvement à la source (21). Pour maintenir le rendement promis aux investisseurs en cas de changement de la législation fiscale, les modalités des titres prévoient presque toujours un mécanisme de «gross-up» par lequel l'émetteur s'engage à dédommager, par le versement de sommes com-

plémentaires, l'investisseur de tout prélèvement à la source pratiqué par l'Etat de l'émetteur (22). Ce mécanisme pouvant s'avérer très coûteux pour l'émetteur, la clause de *gross-up* est souvent couplée à un «*optional tax call*» qui lui permet dans une telle situation de rembourser la totalité de l'emprunt par anticipation. Si la proposition de directive devait être adoptée, l'application d'une retenue à la source serait susceptible d'entraîner la mise en jeu d'un mécanisme de *gross-up* pour la plupart des émissions internationales et, dès lors, de nombreux emprunts obligataires seraient sujets à remboursement anticipé (23).

De ce point de vue, il convient de se réjouir de la préférence actuellement donnée au système de l'échange d'informations. Toutefois, les risques de remboursements anticipés seront omniprésents pendant la période transitoire, tant que tous les Etats membres n'auront pas opté pour le système de l'échange d'informations. C'est pourquoi, afin d'éviter les effets désastreux d'un remboursement anticipé d'une partie des émissions obligataires sur le marché international, la Commission envisage favorablement la proposition britannique visant à exclure du champ d'application de la directive les emprunts déjà émis, sous la forme de l'insertion dans la proposition de directive d'une clause dite de «*grandfathering*» ou d'«*antériorité*» (24).

On le voit, malgré le compromis arraché de haute lutte par la présidence portugaise à Feira, les négociations en cours sur la proposition de directive demeurent nombreuses. Avec l'appui de la présidence française, la Commission espère néanmoins recevoir, lors du Sommet européen de Nice des 7, 8 et 9 décembre 2000, le mandat officiel qui lui permettrait de négocier avec certains pays en vue de leur faire adopter une législation similaire, limitant ainsi les effets négatifs que pourrait entraîner l'adoption de la directive sur la compétitivité des marchés de capitaux de l'Union européenne. ■

(1) Le Conseil Ecofin est la formation du Conseil dite «économie-finances» qui réunit les ministres de l'économie et des finances des Etats membres de l'Union européenne. V. les conclusions du Conseil Ecofin du 1^{er} décembre 1997 en matière de politique fiscale, 98/C 2/01, JOCE C 2, du 6 janv. 1998, p. 1.

(2) Proposition de directive du Conseil visant à garantir un minimum d'imposition effective des revenus de l'épargne sous forme d'intérêts à l'intérieur de la Communauté, COM(1998) 295 final, JOCE C 212, du 8 juill. 1998, p. 13. En application d'une directive de 1988 sur la libération des capitaux, la Commission avait déjà présenté le 10 février 1989 une proposition de directive du Conseil visant l'introduction d'un régime unique de retenue à la source sur les intérêts sur tout le territoire de la Communauté ; mais cette proposition n'avait pu obtenir l'accord unanime des Etats membres au Conseil. Pour les travaux parlementaires français sur la nouvelle proposition de directive, v. les rapports présentés à l'Assemblée nationale par G. Fuchs, au nom de la Délégation de l'Assemblée nationale pour l'Union européenne, (rapport d'information n° 1537, enregistré à la présidence de l'Assemblée nationale le 8 avril 1999), par J.-P. Brard (rapport d'information n° 1802, enregistré à la présidence de l'Assemblée nationale le 8 septembre 1999) et par D. Migaud (rapport n° 1808, enregistré à la présidence de l'Assemblée nationale le 22 septembre 1999) et les rapports présentés au Sénat par Ph. Marini (rapport n° 383, annexé au procès-verbal de la séance du 26 mai 1999 et rapport n° 483, enregistré à la présidence du Sénat le 26 juillet 1999).

(3) Le Conseil européen réunit des chefs d'Etat ou de gouvernement des quinze Etats membres de l'Union européenne ainsi que le président de la Commission européenne. V. les conclusions de la présidence du Conseil européen d'Helsinki. Les conclusions de la présidence pour chaque sommet européen sont disponibles à l'adresse suivante :

<http://europa.eu.int/council/off/conclu>

(4) V. les conclusions de la présidence du Conseil européen de Feira disponibles à l'adresse : <http://europa.eu.int/council/off/conclu>. Le rapport du Conseil Ecofin est reproduit à l'Annexe IV des Conclusions de la présidence.

(5) Le rapport prévoit que «*tout Etat membre qui applique une retenue à la source convient de procéder à l'échange d'informations, dès que les conditions le permettront, et en tout état de cause au plus tard sept ans après la date d'entrée en vigueur de la directive*».

(6) Si elle était adoptée, la directive s'appliquerait aussi bien aux émissions sur le marché obligataire domestique français que sur le marché obligataire international. Néanmoins, comme les émissions sur le marché domestique ne comportent généralement pas de clauses dites de «*gross-up*» (v. infra) et que ces clauses présentent un des risques principaux de la proposition de directive, nous limiterons le champ de notre étude aux émissions réalisées sur le marché international.

(7) L'International Primary Market Association (IPMA) a souligné, parmi les inconvénients de la proposition de directive, les risques de fuite des capitaux hors de l'Union européenne au profit des Etats-Unis et de la Suisse, les conséquences négatives pour l'emploi du fait de la diminution des besoins en traitement administratif (service financier et conservation des titres, principalement à Londres et à Luxembourg), ou encore les risques de remboursement par anticipation d'un nombre important d'émissions obligataires à la faveur du jeu de clauses dites de *gross-up* et de *tax call* (v. infra).

(8) Le marché euro-obligataire s'est d'ailleurs développé à la faveur de la création aux Etats-Unis dans les années 60 d'une *Interest Equalization Tax* appliquée à la souscription par les résidents américains de valeurs mobilières étrangères et qui a eu pour conséquence l'afflux de capitaux

américains en Europe (v. sur ce point J.-P. Bouère, P. Derouin, J.-M. Désaché, A. Duhamel, E. Malinvaud et H. de Vauplane, Titres et emprunts obligataires, Tome 1, n° 8 p. 44).

(9) C'est même là ce qui les distingue des émissions dites «pan-européennes» ou «pluri-domestiques» qui sont placées par voie d'offre au public dans plusieurs juridictions.

(10) Il est ainsi d'usage de prévoir un engagement spécifique de la part des membres du syndicat en ce qui concerne la réglementation du pays de l'émetteur, du pays de la devise de l'émission, du pays du lieu de syndication, du pays de chacun des membres du syndicat et des Etats-Unis, ainsi qu'un engagement général concernant l'ensemble des autres marchés.

(11) Cette restriction de vente vaut pour les émissions en euros. En revanche, pour les émissions en francs, la restriction de vente autorise le placement des obligations auprès des seuls investisseurs qualifiés, à l'exclusion du cercle restreint d'investisseurs ; en effet, pour bénéficier de l'exemption de prélèvement à la source prévue par l'art. 131 quater du Code général des impôts, les obligations libellées en francs ne doivent être placées qu'auprès d'investisseurs qualifiés (Instruction du Service de la législation fiscale du 30 septembre 1998).

(12) Il résulte des dispositions combinées de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967, telle que modifiée, et du décret n° 98-880 du 1^{er} octobre 1998 que sont réputés constituer de tels cercles ceux composés de moins de 100 personnes.

(13) C'est le cas des restrictions de ventes utilisées pour les émissions libellées en francs, v. supra note 10.

(14) Selon l'IPMA, 90 % des obligations émises sur le marché international sont détenues par des investisseurs institutionnels et sur les 10 % détenus directement par des particuliers, l'IPMA estime que la moitié environ est détenue par des personnes résidant dans l'Union européenne. V. les conséquences décrites infra note 21.

(15) Usage qui s'est généralisé, la totalité de ces émissions ayant à notre connaissance adopté la dématérialisation depuis 1998.

(16) Ch. Sautter, Discours de clôture des 9^{es} rencontres parlementaires sur l'épargne devant l'Assemblée nationale le 18 janvier 2000. Cette notion d'agent payeur est donc différente de celle d'établissement payeur au sens des art. 75 et s. de l'Annexe II au CGI (relatifs aux obligations de contrôle et de déclarations par les établissements payeurs de revenus de capitaux mobiliers) ; l'adoption de la proposition de directive pourrait ainsi nécessiter une modification de la définition d'établissement payeur telle qu'elle existe actuellement en droit français.

(17) Un Etat membre ne doit appliquer qu'un seul et même régime à tous les paiements d'intérêts effectués par les agents payeurs établis sur son territoire.

(18) Art. 7 de la proposition de directive. La fourniture des informations devra avoir lieu au moins une fois par an, dans les six mois qui suivent la fin de l'année civile pour les paiements d'intérêts effectués au cours de cette année civile.

(19) La Grande-Bretagne a, pour l'essentiel, repris les arguments développés par l'IPMA (v. note 7 supra), faisant notamment valoir les éléments suivants :

- de nombreuses banques continentales ont basé leurs services de marché de capitaux à Londres de sorte que le spectre de la fuite des capitaux hors de l'Union européenne, résultant de la création d'une retenue à la source, frapperait principalement la place de Londres, entraînant la disparition de nombreux emplois (selon le Trésor britannique, 100 000 emplois sont tributaires du marché des titres internationaux à Londres et les agents payeurs et les services de conservation des titres, qui seraient

le plus directement touchés, emploient plus de 6 000 personnes) ;

- le traitement administratif induit par la directive serait coûteux, particulièrement pour les agents payeurs ;

- le montant du prélèvement à la source retenu dans un pays ne correspondra pas nécessairement à l'impôt qu'aurait payé une personne dans l'Etat où elle a sa résidence fiscale ; de plus, l'impôt sera perçu par un autre Etat que celui où le porteur a sa résidence fiscale ;

- le risque de remboursement par anticipation d'un certain nombre d'emprunts, par le jeu de clauses dites de «*gross-up*» (v. infra), fait peser une incertitude sur le marché.

(20) Plusieurs pays, notamment la France, souhaitent voir le taux minimum porté à 25 %. A l'inverse, le Luxembourg ne se dit pas prêt à accepter un taux supérieur à 10 %.

(21) En France, l'art. 131 quater du CGI exonère de prélèvement à la source les produits des emprunts contractés hors de France par les personnes morales françaises avec l'autorisation du ministre de l'économie et des finances, laquelle est considérée comme accordée à titre général. Une instruction du Service de la législation fiscale en date du 30 septembre 1998 précise que les émissions réalisées en euros sont réputées réalisées hors de France pour l'application de l'art. 131 quater du CGI.

(22) Exemple de clause de *gross-up*: «*Si le paiement d'intérêts ou le remboursement du principal dû au titre de l'une quelconque des obligations est soumis, en vertu de la législation française, à un prélèvement ou à une retenue à la source au titre d'un quelconque impôt ou taxe français, l'émetteur s'engage à majorer, dans la mesure permise par la loi, le paiement ou le remboursement de montants supplémentaires de sorte que les porteurs perçoivent, nonobstant la déduction dudit prélèvement ou de ladite retenue, l'intégralité des sommes qui leur sont dues au titre de ces obligations*». Comme la quasi-totalité des clauses de *gross-up* ne visent que la législation fiscale du pays de l'émetteur, elles ne trouveront à s'appliquer que si l'agent payeur est situé dans la même juridiction que l'émetteur. Ainsi, la clause citée ne prévoit de *gross-up* qu'en cas de retenue à la source résultant de la législation française, ce qui, au vu du projet actuel de directive, ne pourrait s'appliquer que si un agent payeur en France versait un intérêt à une personne physique résidente d'un autre Etat membre (et si la France optait pour l'application temporaire du régime de retenue à la source).

(23) Rappelons qu'il suffit qu'un seul porteur d'obligations demande le paiement de sommes supplémentaires pour que l'émetteur puisse décider de rembourser la totalité de l'emprunt par anticipation. Comme de nombreuses émissions ont été réalisées à une époque où les taux d'intérêt étaient supérieurs à ce qu'ils sont aujourd'hui, leurs émetteurs pourraient profiter des conséquences de la création d'une retenue à la source pour rembourser, généralement au pair, leurs anciens emprunts en les refinançant par de nouveaux emprunts contractés aux taux actuels, au préjudice des souscripteurs d'origine. Ces bouleversements vont bien au-delà des «effets potentiellement perturbateurs» (à savoir une dislocation du marché entre les investisseurs basés dans l'Union européenne assujettis à la directive et les investisseurs basés à l'extérieur qui échapperont à toute retenue à la source) relevés par Fernando Pérez Royo, rapporteur au Parlement européen sur la proposition de directive (rapport déposé le 28 janvier 1999), qui se prononçait, «*tout en reconnaissant l'importance de la question*», contre l'exclusion des euro-obligations du champ d'application de la directive (cette exclusion figurait pourtant dans la proposition de directive du 10 février 1989 mentionnée supra note 2).

(24) Des discussions sont actuellement en cours sur le champ d'application plus ou moins général à donner à cette disposition.