

## Financement des entreprises et « biais fiscal »

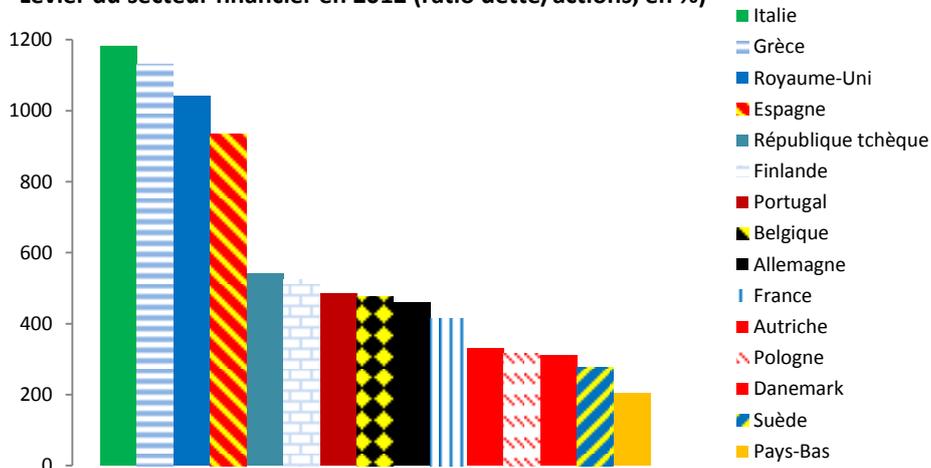
Vendredi 28 février 2014

La question du financement des entreprises reçoit une attention croissante dans la plupart des pays développés, notamment en raison du traitement fiscal particulier de certains instruments. Le présent flash revient sur cette question, à la fois d'un point de vue théorique et empirique.

### 1. Un « biais fiscal » en faveur de l'endettement porteur de risques systémiques ?

Depuis plusieurs années, la littérature économique internationale<sup>1</sup> s'intéresse aux interactions entre le comportement des entreprises et la fiscalité. En particulier, la **déductibilité fiscale des intérêts financiers**, qui existe sous des formes diverses dans de nombreux pays, est souvent perçue comme introduisant un **biais** dans le choix des modalités de financement **en faveur de l'endettement et au détriment des fonds propres**. En effet, à la différence de l'endettement, le financement par fonds propres ne bénéficie d'aucune aide fiscale dans la mesure où il n'est pas considéré comptablement comme une charge (la rémunération des capitaux s'impute après le résultat). Ceci découle directement de l'argument traditionnel selon lequel les intérêts représentent le coût de réalisation d'un projet, alors que le retour sur fonds propres reflète les revenus de l'activité, qui s'appuie sur la distinction, de **nature juridique**, entre un **titre obligataire** (qui ne donne aucun droit de regard, produit des sommes fixes à l'avance et assure au détenteur un remboursement prioritaire en cas de faillite) et une **action** (droit de propriété qui génère des revenus variables en fonction des performances de l'entreprise et ne donne pas de priorité au détenteur en cas de difficultés). Toutefois, d'un **point de vue économique**, cette distinction n'a pas de sens dans la mesure où les instruments existants (y compris titres hybrides) rémunèrent un capital investi, même si la littérature postule implicitement un **égal accès aux différents instruments, ce qui n'est pas vérifié en pratique**.

Levier du secteur financier en 2012 (ratio dette/actions, en %)



Source : Afep à partir d'Eurostat.

Au-delà de ce point général, les critiques du « biais fiscal » en faveur de l'endettement des entreprises développent deux types d'arguments : d'une part, celui-ci favoriserait **l'érosion des bases fiscales** ; d'autre part, il serait porteur de **risques systémiques** pour la stabilité financière en élevant l'endettement à un niveau excessif, d'où une hausse du coût des faillites potentielles. Plus largement, la déduction générale des charges financières est considérée comme trop fruste et insuffisamment ciblée en bénéficiant surtout aux entreprises matures ayant déjà accès à la dette externe. Du point de vue de l'endettement privé, l'analyse des données fait apparaître un panorama contrasté au sein de l'UE, avec un niveau de levier du secteur financier variant de 1 à 6 et un endettement des sociétés non financières qui, bien qu'en progression, est moins rapide que l'endettement public (par ex. en France, cf. flash éco du 24 mai 2013).

<sup>1</sup> Voir notamment « *The Debt-Equity Tax Bias : consequences and solutions* », S. Fatica, T. Hemmelgarn, G. Nicodème, EU Working paper n° 33, juillet 2012, et « *Tax Biases to Debt finance : Assessing the Problem, Finding Solutions* », R. de Mooij, IMF Staff Discussion Note, 3 mai 2011.

## 2. Un détour par la théorie financière : le théorème de « Modigliani-Miller »

Si les débats mentionnés ci-dessus ont pris une ampleur croissante depuis l'éclatement de la crise financière, la théorie de la finance moderne compte depuis un demi-siècle un théorème devenu célèbre : dit de « **Modigliani-Miller** » (1958), ce dernier énonce que, en présence d'un marché financier « parfait » (absence de taxes et de coûts de transaction, information complète et identique pour tous les acteurs...), le choix de la structure de financement n'a pas d'impact sur la valeur de la firme. En effet, sur un tel marché, l'**hypothèse de non-arbitrage** est vérifiée : à titre d'illustration, si la valeur de l'entreprise augmentait avec la part des actions qu'elle émet relativement à celle des obligations, alors il y aurait possibilité de faire un gain en émettant des actions supplémentaires et en rachetant avec les sommes obtenues des obligations déjà émises. En pratique, les hypothèses sous-jacentes n'étant jamais vérifiées, la théorie de la finance d'entreprise a développé plusieurs types de modèles en information imparfaite visant à déterminer le niveau optimal d'endettement, dont le pouvoir explicatif reste toutefois limité : i) **le modèle des coûts de détresse financière** : un endettement croissant rend la firme plus vulnérable et augmente son risque de faillite, d'où un taux d'intérêt plus élevé exigé par les créanciers ; ii) **le modèle des coûts d'agence** : l'asymétrie d'information entre les acteurs conduit à des conflits d'intérêts entre eux : ainsi, l'actionnaire peut préférer le financement par endettement pour restreindre le cash-flow à la disposition du manager ; iii) **le modèle des coûts de signalement** : l'émission de dette par une firme peut signaler une confiance en l'avenir (d'où une émission de dette excessive) ou, au contraire, refléter une dégradation de son état de santé (d'où un sous-investissement). Ceci a conduit à la théorie du « **pecking order** » selon laquelle l'autofinancement est préféré à l'endettement, lui-même privilégié par rapport à l'augmentation de capital.

## 3. Trois options pour un rééquilibrage : avantages et inconvénients

Pour mettre fin au « biais fiscal » en faveur de l'endettement, deux options sont couramment avancées dans la littérature : 1) le **CBIT** (« *Comprehensive business income tax* »), qui prévoit **l'interdiction de la déductibilité des intérêts** et 2) l'**ACE** (« *Allowance for corporate equity* »), qui suggère **la déductibilité du coût des fonds propres**. Une troisième plus prospective, l'**ACC** (« *Allowance for corporate capital* »), prévoit la fin de la déductibilité des intérêts remplacée par une déduction notionnelle sur l'ensemble du capital, quel que soit son origine (dette, fonds propres). Dans le premier cas (qui n'a trouvé de traduction concrète dans aucun pays), **l'élargissement de la base**, éventuellement accompagnée d'une baisse du taux nominal, aurait pour conséquence directe **d'augmenter le coût du capital**, tout en opérant des transferts entre le secteur financier et le secteur non financier (sous ce régime, les institutions financières ne seraient pas taxées sur les intérêts reçus). Dans le second cas, la déduction de la base de l'impôt sur les sociétés (IS) du coût d'opportunité des fonds propres se traduirait par de moindres recettes (sauf relèvement du taux). Elle est actuellement en vigueur, sous des formes diverses, dans cinq pays (Belgique, Brésil, Italie, Lettonie, Portugal) : ainsi, la Belgique autorise la déduction des intérêts notionnels à un taux censé refléter le rendement d'un prêt sans risque (bons du Trésor – OLO – à 10 ans, soit entre 3 % et 4 %). Dans le passé, l'Autriche et la Croatie ont également expérimenté des variantes de l'ACE. Un point important à considérer dans cette option est celui de son coût pour les finances publiques : selon une estimation réalisée par de Mooij (2011, voir note de bas de page n° 1), **le rétrécissement de l'assiette** induit par l'ACE **coûterait de l'ordre de 15 % du rendement de l'IS, ou encore 0,5 point de PIB**. Rapporté à l'échelle française, cela représenterait donc environ 10Md€, soit la moitié du coût du crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) après montée en charge. D'après les partisans de cette option, ce coût pourrait être atténué en limitant le bénéfice de l'ACE aux nouveaux investissements (approche en « flux »).

\*\*\*

*Le débat académique au sujet du « biais fiscal » en faveur du financement par endettement s'insère dans celui, plus large, sur la fiscalité des entreprises. La recherche d'une plus grande neutralité ne pourra toutefois se faire à partir de seuls critères théoriques et indépendamment des autres évolutions en cours (par exemple Bâle III). Elle exigera une plus grande coordination internationale et devra nécessairement assurer un égal accès à l'endettement et aux fonds propres, ce qui n'est pas le cas aujourd'hui.*