

Fiscalité de l'épargne et financement des entreprises

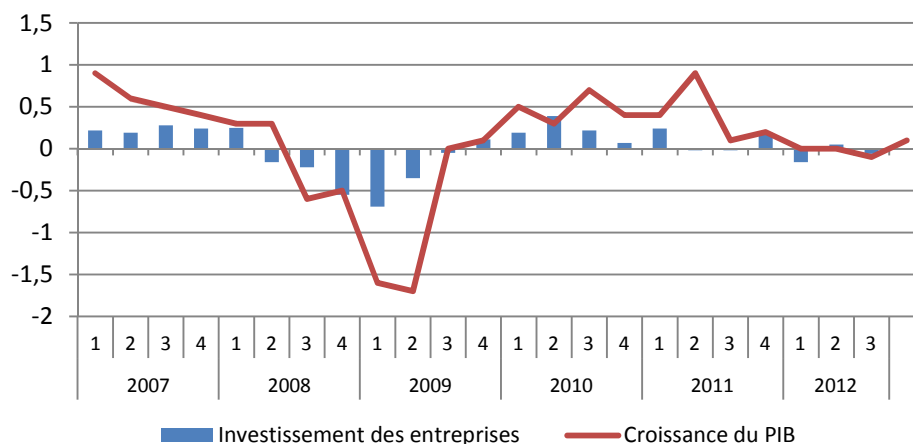
Éléments de constat et propositions

Les lois de finances adoptées au cours de ces deux dernières années ont appréhendé les revenus de l'épargne financière comme une problématique relevant exclusivement de la fiscalité personnelle du bénéficiaire des revenus : dans une perspective de rendement, voire de « moralisation », la fiscalité afférente à ces revenus a ainsi été très sensiblement aggravée sans que les effets négatifs sur l'économie de cette aggravation n'aient été mesurés ou anticipés.

Or, il est aujourd'hui indispensable de remettre au cœur du débat le rôle majeur de l'épargne financière dans le financement de l'économie : les revenus de l'épargne financière sont la contrepartie du placement et du risque pris par l'épargnant **pour financer l'entreprise et ses investissements.**

Sans épargne financière pas de financement des entreprises, sans financement des entreprises pas d'investissement, sans investissement pas de croissance et sans croissance pas d'emplois. Or, le constat d'aujourd'hui est sans appel : la situation de l'investissement en France est particulièrement préoccupante :

**Evolution trimestrielle de l'investissement des entreprises
et du PIB depuis 2007**



L'investissement – plus encore dans une période économique difficile où celui-ci peut s'avérer particulièrement risqué – ne doit pas être pénalisé. A défaut, les conséquences à court terme peuvent d'ores et déjà être anticipées : l'épargne se dirige vers des produits moins risqués, dont la fiscalité assure l'obtention d'un rendement net supérieur à celui résultant de l'investissement dans les entreprises françaises. Le risque que celles-ci soient financées depuis l'étranger se trouve par ailleurs aggravé. Il en résulte une attrition de l'assiette dangereuse pour l'économie de notre pays car la privation des moyens nécessaires à son financement et inefficace s'agissant de la restauration des finances publiques.

Dans cette perspective, les Assises de l'entrepreneuriat doivent être **l'occasion de mettre en œuvre une fiscalité attractive visant à encourager l'investissement dans l'entreprise.**

L'incitation fiscale à l'investissement dans l'entreprise est aujourd'hui d'autant plus indispensable que les éléments de constat actuels s'avèrent particulièrement préoccupants.

1. Des éléments de constat préoccupants qui appellent à restaurer l'incitation à investir dans l'entreprise

a) Un financement des entreprises de plus en plus difficile qui risque de peser sur l'investissement et la création d'emplois

La question du financement des entreprises revêt une acuité toute particulière compte tenu des éléments de contexte actuels :

- **un contexte réglementaire plus contraignant avec l'entrée en vigueur des réglementations Bâle III et Solvency II** : l'effet combiné des deux réformes se traduira en effet par une raréfaction des financements bancaires à long terme et un investissement en actions amoindri de la part des acteurs financiers avec un impact direct sur les fonds propres des entreprises (d'autant plus que le financement bancaire est égal aujourd'hui à 80 % du financement des entreprises).

Cette situation est d'autant plus préoccupante que la France **ne dispose pas de fonds de pension qui pourraient se substituer au manque de financement résultant de la mise en œuvre de ces réglementations.** Celles-ci n'étant actuellement pas applicables aux fonds de pension européens, les entreprises des autres Etats de l'Union n'en subissent pas, contrairement aux entreprises françaises, les conséquences indirectes dans leur accès au financement ;

- **des capacités d'autofinancement des entreprises particulièrement dégradées** : évalué à 67,2 % en 2011, le taux d'autofinancement des sociétés non financières (épargne/investissement) est au plus bas depuis le début des années 1990. Cette situation résulte notamment de la faiblesse du taux de marge des entreprises qui s'établit à 28,6 % en 2011, soit un niveau historiquement bas depuis 25 ans.

b) La part des nationaux dans le capital des entreprises françaises à un niveau faible qui soulève la problématique de la localisation en France des centres de décision

La part des non-résidents dans la détention du capital des entreprises françaises du CAC 40 est évaluée par la Banque de France à au moins 43,3 %¹ (il s'agit là du taux moyen observé de 2002 à 2011, ce dernier ayant connu des fluctuations selon les années). Ce taux est néanmoins sous-estimé dès lors qu'il ne couvre pas « *les avoirs de la clientèle gérés à l'étranger par les résidents comme les non-résidents par des établissements localisés hors de France* ». De plus, le taux de détention des entreprises stratégiques et technologiques est souvent très supérieur à 50 % d'après les enquêtes TPI qu'elles mènent.

¹ « La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2011 », Bulletin de la Banque de France n° 189, 3^e trimestre 2012.

**Illustration du taux de détention par des résidents étrangers
sur un échantillon d'entreprises du CAC 40**

	2010	2011	2012
Entreprise 1	83,80 %	86,01 %	83,90 %
Entreprise 2	55,50 %	57,00 %	61,30 %
Entreprise 3	38,66 %	42,52 %	44,59 %
Entreprise 4	37,60 %	38,60 %	38,90 %
Entreprise 5	57,00 %	57,00 %	62,00 %
Entreprise 6	65,00 %	66,00 %	67,00 %
Entreprise 7	60,90 %	58,70 %	58,50 %
Entreprise 8	54,70 %	52,62 %	54,00 %
Entreprise 9	55,50 %	57,00 %	61,30 %

L'importance du taux de détention par les non-résidents des entreprises françaises soulève directement la problématique de **la localisation à l'avenir des centres de décision sur le territoire français** : une entreprise détenue en majorité par des actionnaires étrangers et dont la part des marchés étrangers est en croissance permanente pourra-t-elle rester une entreprise française ? Quelle sera alors la motivation de l'entreprise à privilégier la France pour le développement de ses activités ?

Or, la part de détention des entreprises françaises par les actionnaires étrangers pourrait encore augmenter. En effet, la faiblesse des valeurs françaises en fait des cibles particulièrement sensibles notamment dans l'hypothèse d'un redémarrage de l'activité internationale : **la capitalisation des entreprises françaises est en effet loin d'avoir retrouvé son niveau de 2007** contrairement aux valeurs des principales places financières mondiales (le CAC 40 ne vaut plus en bourse que le montant de ses fonds propres), ce qui les fragilise.

VARIATION DE L'INDICE EN POINTS				
	France (CAC 40 Paris)	Uk (FTSE Londres)	Allemagne (DAX Francfort)	US (NASDAQ New-York)
11.02.13	3 651	6 210	7 629	3 194
06.12.07	5 673	6 485	7 940	2 709

Le choix retenu dans le cadre de la seconde loi de finances rectificative pour 2012 pour la résolution du contentieux européen sur les retenues à la source relatives aux dividendes versés aux OPCVM étrangers pourrait encore accentuer la proportion de l'actionnariat étranger dans les entreprises françaises en raison de la suppression de toute retenue à la source sur les dividendes versés par des entreprises françaises à des OPCVM étrangers. Il en est de même de la taxe sur les transactions financières qui indirectement renchérit le coût des titres des sociétés cotées françaises.

c) *Un accès au financement des PME et ETI encore plus difficile que celui des grandes entreprises*

Les grandes entreprises trouvent globalement la capacité à se financer notamment *via* le marché obligataire international.

Les PME et ETI ont, elles, plus de difficultés de financement compte tenu des contraintes des banques notamment (cf. supra) et de l'absence de produits de dette spécifique à leurs besoins (notamment pour celles qui ne souhaitent pas ouvrir leur capital).

2. Des mesures récentes susceptibles d'aggraver une situation déjà préoccupante

a) Une fiscalité qui décourage la localisation de l'épargne des ménages dans les entreprises

La réforme de la fiscalité des revenus du patrimoine et de l'impôt sur la fortune introduite par la loi de finances pour 2013 a entraîné une très forte augmentation du niveau des prélèvements liés à la détention de titres dans le capital des entreprises (augmentation déjà engagée sous la législature précédente).

L'imposition économique des revenus perçus par l'actionnaire est ainsi passée de 2011 à 2013, toutes impositions confondues², de 70 % à 85 % s'agissant d'une personne physique bénéficiant du plafonnement à l'ISF, de 71 % à 102 % lorsque celle-ci ne bénéficie pas du plafonnement et de 59 % à 66 % pour les personnes non soumises à l'ISF.

Imposition économique du dividende perçu par le détenteur personne physique des titres d'une entreprise*

	Soumis à l'ISF				Non soumis à l'ISF	
	Plafonnement effectif		Plafonnement inefficace		2013	2011
	2013	2011	2013	2011		
Imposition de l'entreprise						
Résultat avant impôt	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000
impôt sur les sociétés	33 330	33 330	33 330	33 330	33 330	33 330
contributions additionnelles (3,3 % et 5%)	2 766	2 766	2 766	2 766	2 766	2 766
Total impôts sur le bénéfice	36 096	36 096	36 096	36 096	36 096	36 096
Revenu net distribuable	63 904	63 904	63 904	63 904	63 904	63 904
Taxe de 3%	1 917		1 917		1 917	
Imposition de l'actionnaire sur le revenu distribué						
Revenu perçu	61 987	63 904	61 987	63 904	61 987	63 904
Impôt sur le revenu (45 % après abattement de 40 %)	15 883	12 142	15 883	12 142	15 883	12 142
Contribution exceptionnelle sur les hauts revenus (4 %)	2 353	2 407	2 353	2 407	2 353	2 407
Prélèvements sociaux (15,5 %/12,3 %)	9 608	7 860	9 608	7 860	9 608	7 860
Impôt sur la fortune (1,5 %/0,5 %)**	35 761	11 920	35 761	11 920		
Impôt sur la fortune après plafonnement	18 646		0			
Total impôts payés par l'actionnaire	46 490	34 329	63 605	34 329	27 844	22 409
Total impôts payé par l'actionnaire en %	75,00%	53,72%	102,61%	53,72%	44,91%	35,06%
Revenu net de l'actionnaire après total prélèvements	15 497	29 575	-1618	29 575	34 143	41 495
Revenu net de l'actionnaire en %	25,00%	46,28%	-2,61%	46,28%	55,09%	64,93%
Total de l'imposition économique du revenu créé	84 503	70 425	101 618	70 425	65 857	58 505
Total imposition économique en %	85%	70%	102%	70%	66%	58,5%

*A noter que cette imposition économique est identique quelle que soit la fraction de résultat distribuée.

**Imposition globale au taux marginal fondée sur un rendement de l'action de 2,6%

² Compte tenu du poids des prélèvements servant à financer les administrations de sécurité sociale (23,9 points de PIB sur un taux de prélèvements obligatoires de 43,9 % en 2011), il est impératif d'appréhender de façon globale les prélèvements obligatoires (fiscalité directe et prélèvements sociaux) pour analyser correctement l'imposition des revenus.

Parmi ces augmentations qui portent mécaniquement atteinte à la rentabilité de l'investissement dans les entreprises françaises, on notera plus particulièrement :

- l'introduction, par la seconde loi de finances rectificative pour 2012, de la **contribution de 3 % sur les revenus distribués par les entreprises françaises** qui aboutit à taxer l'ensemble des résultats transitant par la France, y compris lorsqu'ils ont été réalisés à l'étranger, lorsqu'ils sont redistribués. Cette taxe, qui, Inde mise à part, n'existe nulle part ailleurs dans le monde, pénalise directement la localisation des sièges sociaux en France ;
- la suppression du prélèvement forfaitaire libératoire sur les dividendes et les intérêts ;
- **la réforme des plus-values mobilières** par la loi de finances pour 2013 qui se traduit par une imposition minimale de 42,5 %³, au bout de 6 ans de détention des titres, largement supérieure à la moyenne européenne (cf. graphiques ci-dessous) ;
- la réforme de l'impôt sur la fortune qui se traduit dans de nombreux cas par l'application d'un prélèvement global sur les revenus du patrimoine supérieur au rendement de celui-ci (cf. illustration ci-dessus) ;
- on soulignera que, parallèlement à l'augmentation de la fiscalité liée à l'investissement en fonds propres dans l'entreprise, la loi de finances pour 2013 introduit **une limite à la déductibilité des intérêts financiers** (mécanisme dit du « rabet ») qui se traduira mécaniquement par un renchérissement du coût du crédit souscrit par les entreprises : les mesures de rendement des dernières lois de finances ont principalement été axées sur une aggravation du coût du financement des entreprises.

Au-delà de l'augmentation des taux de chacune de ces impositions qui sont désormais largement supérieurs à ceux appliqués par les pays industrialisés de l'OCDE (cf. éléments de comparaison internationale pages 6 et 7), le taux de prélèvement global applicable à l'actionnaire résultant de leur cumul devient une spécificité française tout à fait dommageable.

Cette lourde aggravation de la fiscalité sur l'épargne financière aboutit ainsi à **une situation paradoxale faisant de l'investissement direct dans l'entreprise le mode d'épargne le plus sanctionné fiscalement alors qu'il est aussi le plus risqué.**

³ Taux d'imposition global tenant compte de l'impôt sur le revenu (45 %) et des prélèvements sociaux (15,5 %) mais sans prise en compte ni de la taxe sur les hauts revenus (3 % entre 250 K€ et 500 K€ et 4 % au-delà) ni de l'ISF.

Comparaison des taux de prélèvement marginaux sur les différents produits d'épargne

	Avant 2 ans	Entre 2 et 4 ans	Entre 4 et 5 ans	5 ans révolus	8 ans révolus	30 ans révolus
Résidence principale	0	0	0	0	0	0
Autres résidences	34,5	34,5	34,5	34,5	33,36	15,5
Livret A	0	0	0	0	0	0
PEA	38	34,5	34,5	15,5	15,5	15,5
Stock-options	63	63	63	63	63	63
Actions de performance			63	63	63	63
Assurance-vie	50,5	50,5	30,5	30,5	23	23
Plus-values mobilières	60,5	51,5	47	47	42,5	42,5
Dividendes	42,5	42,5	42,5	42,5	42,5	42,5
Intérêts	60,5	60,5	60,5	60,5	60,5	60,5

Taux d'imposition global tenant compte de l'impôt sur le revenu (45 %) et des prélèvements sociaux mais sans prise en compte ni de la taxe sur les hauts revenus (3% entre 250 K€ et 500 K€ et 4 % au-delà) ni de l'ISF. La déductibilité d'une fraction de la CSG n'a pas été prise en compte en raison du décalage d'un an susceptible de la rendre inopérante.

Compte tenu des taux de prélèvement désormais attachés à l'investissement dans l'entreprise et de leur caractère clairement désincitatif qui ont déjà conduit à modifier les comportements, on peut s'interroger sur le rendement budgétaire des mesures adoptées.

Le récent relèvement du plafond du Livret A (hausse de 25 % du plafond au 1^{er} octobre et doublement de celui du Livret de développement durable), épargne non fiscalisée et sans risque, va à l'encontre du développement de l'épargne à long terme : les montants déposés sur les livrets sur les dix premiers mois de l'année ont représenté plus de 39 milliards d'euros.

b) *Un alourdissement de la fiscalité qui ne concerne que les actionnaires français et favorise de fait l'actionariat étranger dans les entreprises françaises*

Le régime fiscal des actionnaires étrangers à raison de la détention de titres dans les entreprises françaises est régi par les conventions fiscales internationales⁴.

En application de ces principes internationaux, **l'actionnaire étranger d'une société française est donc soumis au régime fiscal de son Etat de résidence à raison des dividendes perçus de sociétés françaises et des plus-values réalisées à l'occasion de la cession de titres de sociétés françaises.**

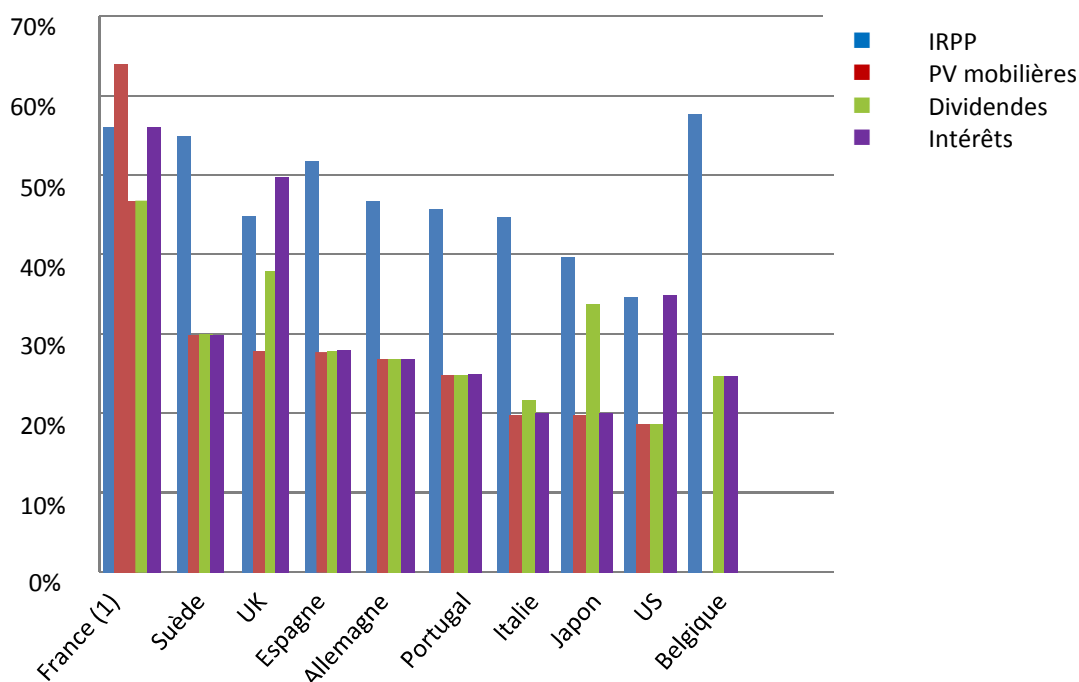
Or, les taux d'imposition pratiqués par les principaux pays européens sur la fiscalité des revenus et des plus-values de l'entreprise **sont bien inférieurs** à ceux pratiqués en France. La France est, en outre, avec l'Espagne, le seul pays à appliquer un impôt sur la fortune.

En tout état de cause, le choix de la barémisation de l'ensemble des revenus du patrimoine est une démarche isolée qui fait de la France le territoire qui pénalise les particuliers qui investissent dans l'entreprise.

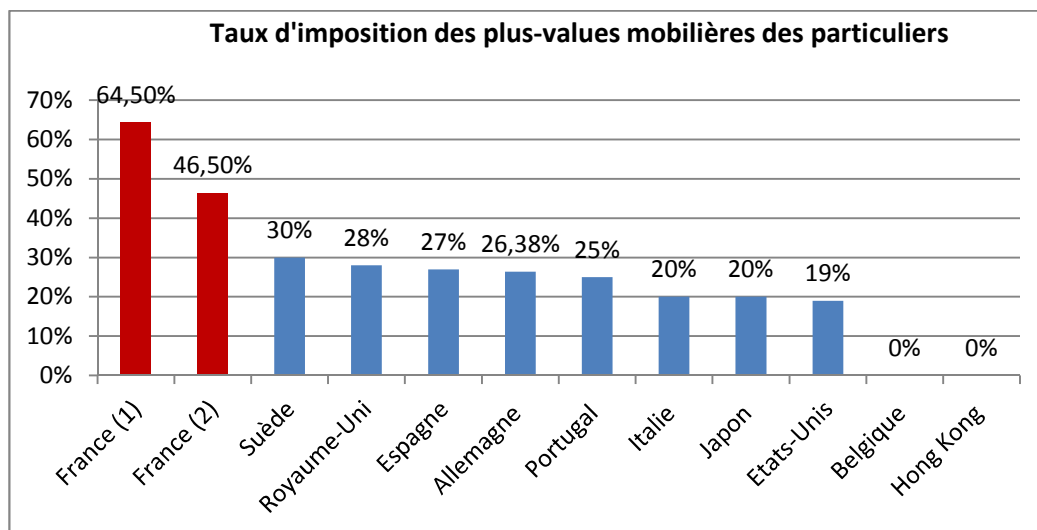
⁴ Aux termes des conventions fiscales signées par la France avec les pays de l'OCDE, les modalités d'imposition sont les suivantes :

- la France est autorisée à percevoir une retenue à la source dont le taux est prévu par la convention (et l'emporte donc sur celui prévu par la législation nationale). Dans la plupart des conventions ce taux est de 15 % pour les dividendes ; les plus-values n'étant, par ailleurs, imposables que dans le pays de résidence de l'actionnaire⁴ ;
- cette retenue à la source donne droit à l'actionnaire étranger à un crédit d'impôt imputable sur l'impôt dû en application de la législation de son Etat de résidence à raison des dividendes perçus des entreprises françaises.

**Comparaison des régimes étrangers en matière d'impôt sur le revenu
et d'impôt sur les revenus du patrimoine :
la France isolée sur le principe de la barémisation**

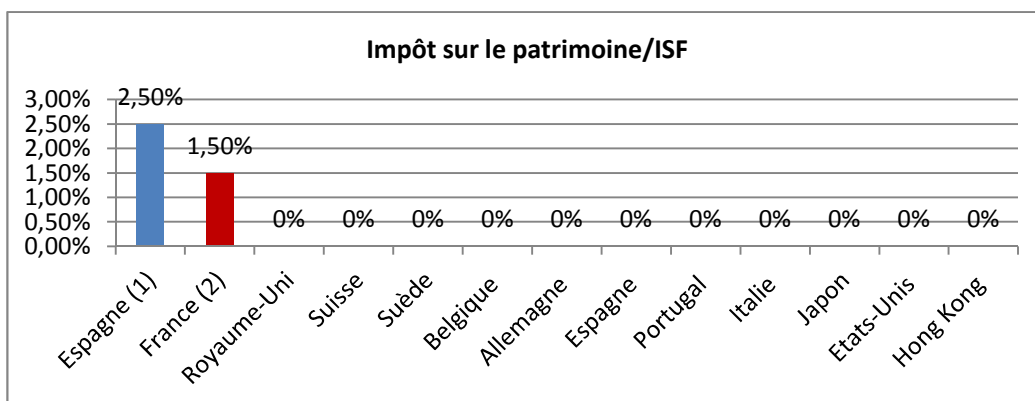
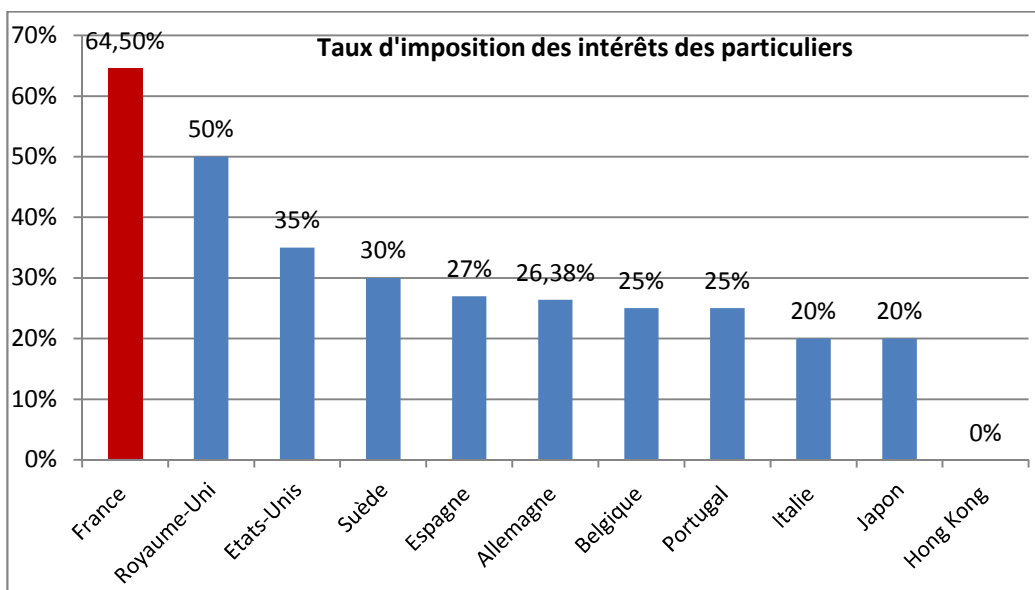
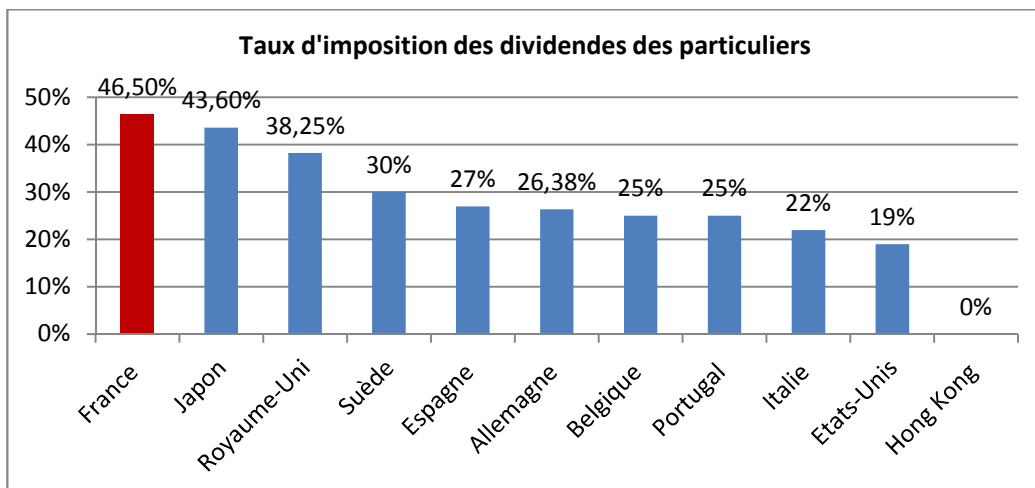


(1) Taux marginal le plus élevé (détention inférieure à 4 ans) et le moins élevé (détention au-delà de 6 ans)



(1) Taux marginal d'imposition le plus élevé (détention inférieure à 2 ans)

(2) Taux marginal d'imposition le moins élevé (détention supérieure à 6 ans)



(1) Réintroduction temporaire de l'impôt sur le patrimoine (de 2011 à 2013) - Plafonnement à 60 % (réduction de l'IP plafonnée à 20 %)

(2) Plafonnement à hauteur de 75 % des revenus.

3. Les propositions pour répondre aux impératifs identifiés

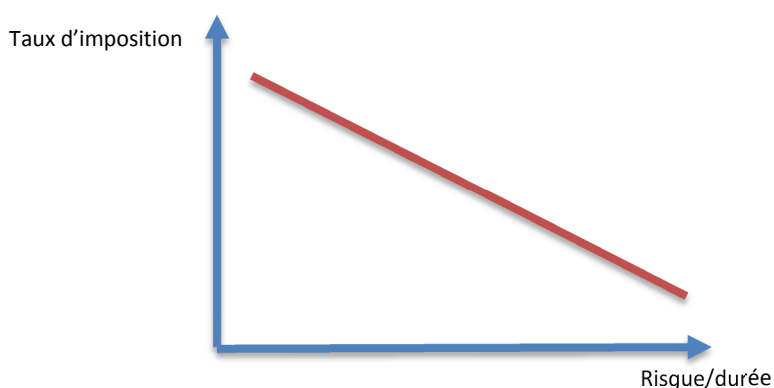
Le régime fiscal français de l'épargne emporte actuellement toutes les critiques :

- trop élevé notamment en comparaison avec les autres pays européens,
- sans cohérence d'ensemble,
- instable.

Dans ces conditions, une réforme est impérative si l'on veut inciter les ménages français à investir durablement dans les fonds propres des entreprises.

Cet objectif ne sera pleinement atteint que si les projets de réforme en cours de préparation s'attachent à définir :

- un régime stable donnant de la visibilité aux investisseurs ;
- des taux d'imposition applicables aux revenus et plus-values définis en fonction du risque attaché à la nature de l'investissement et à la durée de détention.



Par ailleurs, la détermination des taux d'imposition relevant du régime de droit commun ne doit pas s'écarter des taux pratiqués par les pays industrialisés de l'OCDE.

Dans cette perspective, les propositions de l'AFEP sont les suivantes :

- **Proposition 1 : ramener le régime fiscal général des plus-values mobilières à un niveau comparable à celui de la moyenne européenne** lorsque les actions sont détenues au moins 6 ans et réduire l'écart d'imposition entre la France et les autres pays en cas de durée inférieure. La réforme doit se faire par une amélioration du régime de droit commun, la multiplication des « niches » étant inefficace, complexe et peu visible.

Délai de détention	Fiscalité actuelle		Proposition d'évolution		Moyenne européenne pays comparables
	Abattement (%)	Taux d'imposition global (%)	Abattement (%)	Taux d'imposition global (%)	
Entre 0 et 2 ans	0	60,50	0	60,50	25 %
Entre 2 ans et 4 ans	20,00	51,50	40,00	42,50	
Entre 4 ans et 6 ans	30,00	47,00	60,00	33,50	
Au-delà de 6 ans	40,00	42,50	80,00	24,50	

Taux d'imposition global tenant compte de l'impôt sur le revenu (45 %) et des prélèvements sociaux (15,5%) mais sans prise en compte ni de la taxe sur les hauts revenus (3% entre 250 K€ et 500 K€ et 4 % au-delà), ni de l'ISF. La déductibilité d'une fraction de la CSG n'a pas non plus été retenue compte tenu du décalage d'un an.

- **Proposition 2 : réinstaurer une option pour un prélèvement forfaitaire libératoire** sur les dividendes et les intérêts

- **Proposition 3 : améliorer la fiscalité de l'épargne en actions des salariés** afin de renforcer la détention des entreprises françaises par leurs salariés :
 - baisser le forfait social (qui s'élève à 20 % aujourd'hui) lorsque les sommes placées par les salariés dans un PEE/PERCO sont investies en actions ;

 - introduire un abattement en fonction de la durée de détention des titres sur le gain d'acquisition afférent aux stock-options et actions de performance afin de favoriser l'actionnariat salarié.

- **Proposition 4 : inciter à la détention d'un patrimoine productif en adaptant l'assiette de l'impôt sur la fortune :**
 - transposer aux actions l'abattement de 30 % existant pour la résidence principale ;

 - minorer l'assiette de l'impôt du montant des impôts latents correspondant aux plus-values latentes des actifs pris en compte pour la détermination de l'assiette de l'impôt.

- **Proposition 5 : inciter l'investissement dans les PME** en tenant compte de leurs contraintes spécifiques :
 - exclure la déduction à l'impôt sur le revenu pour souscription au capital des PME du plafond général des « niches fiscales » de 10 000 € ;

 - introduire au sein du PEA existant un « département » réservé aux produits obligataires destinés à procurer un financement long terme aux PME et ETI.

- **Proposition 6 : rééquilibrer le régime fiscal et social du Livret A** par rapport à celui applicable à l'épargne long terme. Il pourrait par exemple être envisagé de soumettre aux prélèvements sociaux les intérêts afférents aux versements qui excèdent le plafond du Livret A existant avant le relèvement intervenu le 1^{er} octobre 2012, soit 15 300 euros.

*

* *