



« Quelle fiscalité pour le capital à risque ? »

Bruno Colmant

Administrateur délégué d'Euronext Belgique,
Docteur en Economie Appliquée (ULB)
Membre du Conseil Supérieur des Finances,
Chargé de cours invité à l'UCL et
à la Vlerick Leuven-Gent Management
School

FISCALITE DU CAPITAL A RISQUE : REPERES HISTORIQUES ET PERPECTIVES

Messages principaux (I)

L'exposé concerne uniquement la fiscalité des actions

En arrière-plan, deux réflexions :

1. Pourquoi la Belgique combine-t-elle un des taux d'épargne les plus élevés du monde ...avec une propension de prise de risque parmi les plus faibles ?
2. Combien de temps sera-t-il possible de maintenir une taxation du travail et du capital à risque parmi les plus élevées d'Europe ?

Et des convictions :

1. Le système fiscal belge fut fondé sur l'effet d'aubaine de la croissance d'après-guerre
2. Aujourd'hui, la Belgique ne dispose plus de beaucoup d'outils de politique économique
3. La compétitivité du pays passera immanquablement par une baisse de la pression fiscale
4. Augmenter les impôts mobiliers/Taxer les plus-values = trajectoire d'effondrement économique (fuite des capitaux)

Messages principaux (II)

- La taxation **n'est pas** modulée en fonction du **risque du revenu** des personnes physiques
- **Au contraire, plus un revenu est risqué/volatil, plus il est imposé**
(exemple: indépendant)
- Cette situation formule une fiscalité **peu incitative**
- Ceci **pénalise** la prise de risque, l'investissement en actions/la création d'entreprises
- Dans une économie monétairement émancipée, une **réflexion est urgente**
- Il faut passer **d'une fiscalité redistributive à une fiscalité incitative**

STRUCTURE DE L'EXPOSE : 4 MODULES

- 1. Evolution de la fiscalité des personnes physiques**
- 2. Fiscalité et risque**
- 3. Taxation de la prime de risque des actions**
- 4. Conclusions**

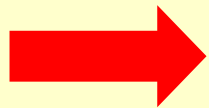
Module 1 :
Evolution de la fiscalité mobilière des personnes physiques

Quatre tranches de fiscalité mobilière

- **La période prospère (1962-1976)**
- **L'effarement budgétaire (1977-1981)**
- **L'indécision (1982-1992)**
- **Le rattrapage rigoureux (1993-...)**

1962-1976 : La période prospère

- Réforme séminale de 1962 – Economie de croissance
- Barèmes progressifs : **Taxer de la formation de l'épargne**
 - En effet, plus le revenu est élevé, plus la propension à épargner augmente
 - Plus le revenu est élevé, plus le taux d'impôt est élevé
 - Donc **taxation de la création d'épargne**
- Pourquoi avoir choisi de taxer la formation d'épargne ?



La fiscalité devait contribuer à la redistribution sociale

1977-1981 : L'effarement budgétaire

DE MAUVAISES DÉCISIONS DANS UN ENVIRONNEMENT HOSTILE

5 ANNEES D'ERREURS QUI COUTERONT 20 ANS

- Gouvernements Tindemans IV, Vanden Boeynants, Martens I à IV
- Chocs pétroliers et mutation des secteurs primaires/secondaires
- Réponses circonstanciées à des évolutions structurelles
- Stagflation/ Réponse keynésienne :
 - Augmentation des dépenses publiques
 - Déficit budgétaire et endettement public
- Décollage **effarant** de la fiscalité du travail et globalisation des revenus mobiliers

1982-1992 : L'indécision

- Poursuite dramatique de l'augmentation de la fiscalité
- Prélèvement indirect via l'inflation et les dévaluations du BEF
- Besoins de financement de l'Etat taux d'intérêt élevé *Squeeze - out*
 - Assèchement de l'épargne des belges
 - Effet « boule de neige » sur la dette publique
 - Et désintérêt pour les actions/placements à risque
 - Précompte alourdi pour les revenus d'actions
 - **Pourtant** : Cooreman-De Clercq/Centres de coordination/Epargne-pension

1977-1992 : Les leçons à tirer

1. Une réponse inadaptée à la crise économique : **augmenter les dépenses publiques**
2. Conséquence : un **déficit budgétaire** et un **endettement fédéral** important
3. Des pressions **inflationnistes** et des **dévaluations** (= impôts indirects)
4. Une pression à la **hausse phénoménale** sur les **taux d'intérêt**
5. Pays en quasi-faillite : nécessité **impérative** de financer par dette intérieure
6. Des **avantages fiscaux** pour la **détention des emprunts d'Etat** (précompte réduit, etc.)

Avec des conséquences dramatiques

- **Pénalisation idéologique** de la rémunération du risque (sauf AFV)
- **découragement des placements en actions et du capital à risque**
- **Disqualification de l'entreprenariat/désertion de la Bourse de Bruxelles**

- **Peut-on croire que les vagues d'OPA (1988 et 1998) furent indépendantes du climat fiscal ?**

1993-2007 : Le rattrapage rigoureux

- Effet disciplinant de l'entrée dans la zone Euro
- Cercle vertueux de la gestion de la dette (vs. Effet « boule de neige »)
Equilibre budgétaire depuis 1999
 - Ratio Dette/PIB : 137 % (1993) à 85 % (2007)
- Stabilisation de la fiscalité des personnes physiques :
- Abaissement de l'impôt des sociétés (41% à 33%), révolution des intérêts notionnels
- Ceci étant, tout n'est pas réglé :
 - La dette publique est stable à 285 milliards d'euro (11 trillions BEF)
 - Intérêts sur la dette = environ 35 % de l'impôt des personnes physiques

Module 2 :
Fiscalité et risque

Quelle serait une fiscalité « équitable » ?

Situation actuelle

Barèmes progressifs basés sur des revenus nominaux

Solution supérieure

taux d'impôt qui soit modulé par :

- Le niveau du revenu (barèmes progressifs)
- Son degré de risque (ou de pérennité)

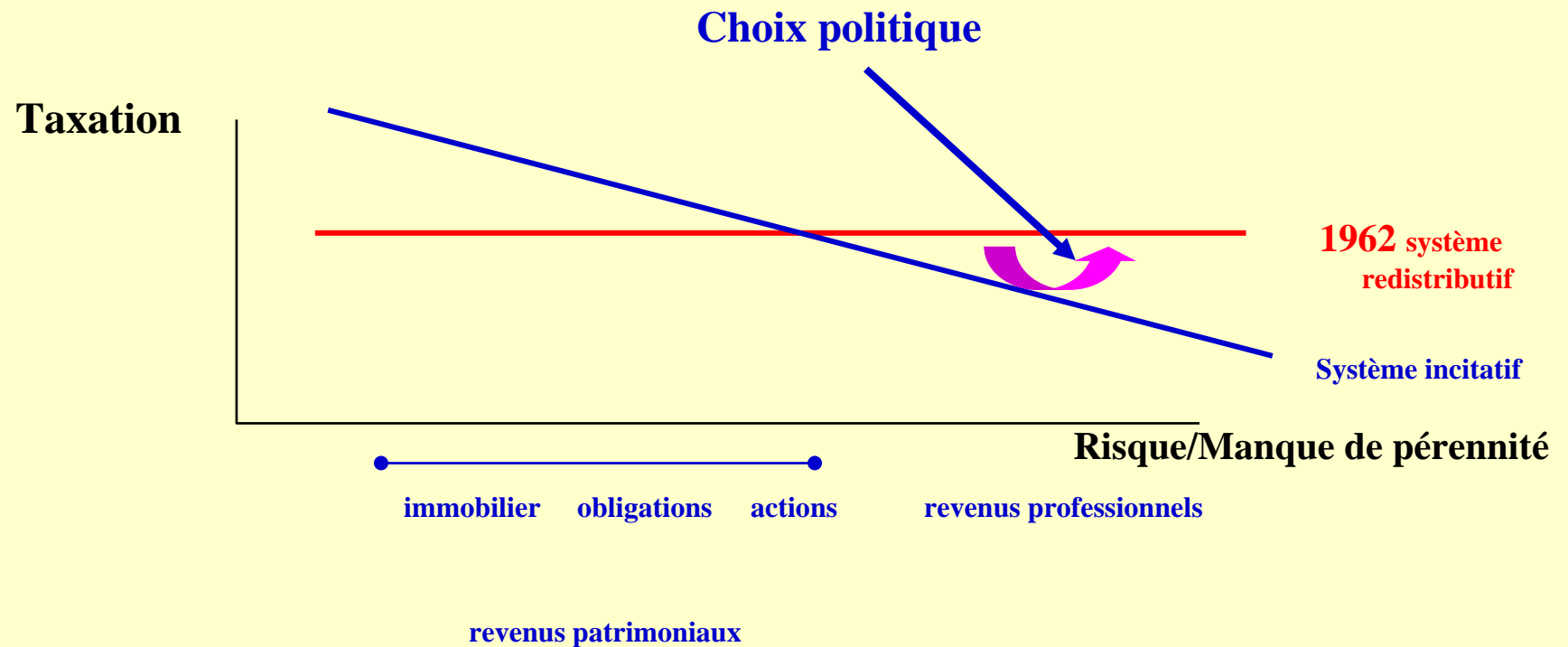
➡ En d'autres termes, le taux d'impôt devrait :

- **AUGMENTER** avec le niveau de revenu,
- Mais **BAISSER** en fonction du risque (de la fragilité) du revenu

➡ Et les SICAV ?

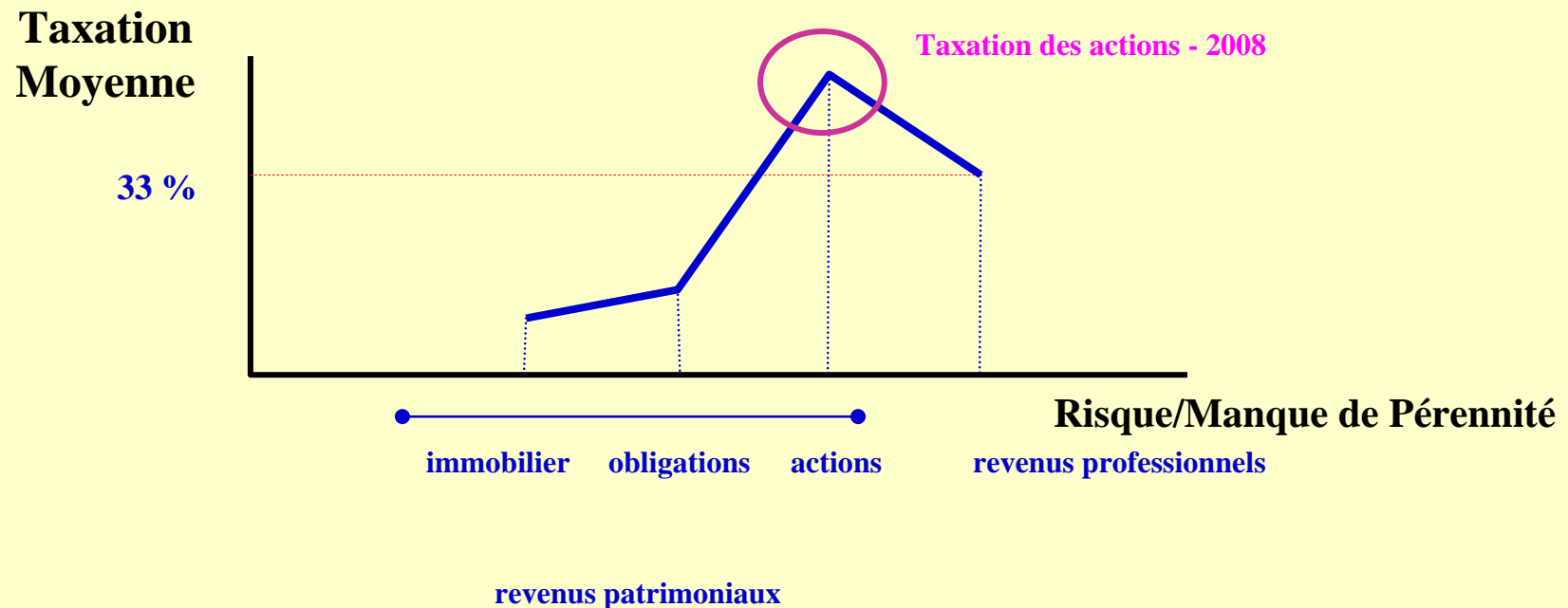
Risque des revenus et fiscalité : choix de 1962

- **Système redistributif**
- **Globalisation des revenus et capacité contributive**
- **Exposé des motifs : *guerres et sécurité sociale***

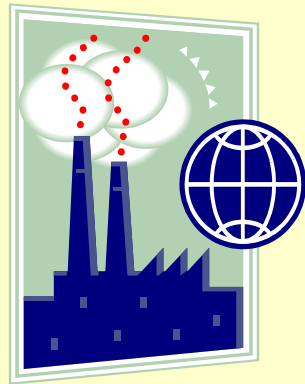


Risques des revenus et fiscalité : 2008

- **Système désordonné**
- **Aberration pour les revenus d'actions**
- **A-t-on vraiment privilégié la fiscalité du travail ?**



Réalité de la taxation des dividendes



➡ Dividende ➡



34 %

25 %

49,5

+

=

26 %

15 %

37,1

Question : Pourquoi le taux de précompte sur dividendes est-il supérieur à celui des intérêts ?

Module 3 :
Taxation de la prime de risque des actions

Taxation de la prime de risque (I)

- Rendement d'action :

Rendement sans risque + Prime de risque

- Typiquement, on a :

Rendement sans risque	4	% (Prix du temps)
Exigence de risque	4	% (Prime de risque)
	<hr/>	
Rendement espéré	8	%

Taxation de la prime de risque (II)

Quel est le rendement net, après :

- Impôt des Sociétés (34%) et
- Précompte mobilier (25 % pour actions et 15 % obligations)

	Brut	Net	Pression fiscale
Rendement espéré	8,0 %	3,96 %	51 %
Moins			
Rendement sans risque	- 4,0 %	- 3,4 %	15 %
Egale			
Prime de risque	<u>4,0 %</u>	<u>0,56 %</u>	<u>86 %</u>

Cohérence **apparente** avec revenus professionnels

Mais :

**86 % de la rémunération du risque est absorbée par l'impôt,
dont 23 % est la taxation de l'inflation**

...à majorer le l'impôt prélevé lors de la constitution d'épargne

Taxation de la prime de risque (III)

Et avec les intérêts notionnels ?

	Brut	Net	Pression fiscale
Rendement espéré	8,0 %	4,92 %	39 %
Moins			
Rendement sans risque	- 4,0 %	- 3,4 %	15 %
Egale			
Prime de risque	4,0 %	1,52 %	62 %

62 % de la rémunération du risque reste absorbée par l'impôt

Formation brute d'actifs financiers (1992-2005)

Milliards d'euro

Provisions d'assurances	133
Dépôts d'épargne et autres	133
SICAV	103
Actions directes	9
Titres à revenus fixes	- 28
TOTAL	350

Part des actions directes : 2,6 %

Comment rétablir une métrique correcte ?

Comment rétablir une cohérence de taxation du capital à risque ?



**Réduire le taux effectif de l'impôt des sociétés à 20 %
(contre 26 %)**



**Réduire le taux de précompte mobilier sur actions à 15 %
(contre 25 %)**



**Formuler un précompte sur dividendes qui soit inférieur ou égal
au taux de précompte sur intérêts**

Et les plus-values ?

- **Choix de la politique fiscale : pas d'impôt sur un revenu non réalisé**
- **Signification d'une plus-value d'un actif financier:**
 - **Augmentation des revenus anticipés**
 - **Et/ou, dans une moindre mesure, baisse du taux d'actualisation**
- **Taxer une plus-value = Taxer des revenus anticipés... qui seront ultérieurement taxés**
- **Problèmes connexes : inflation, actifs non cotés, moins-values, péréquation des actifs**

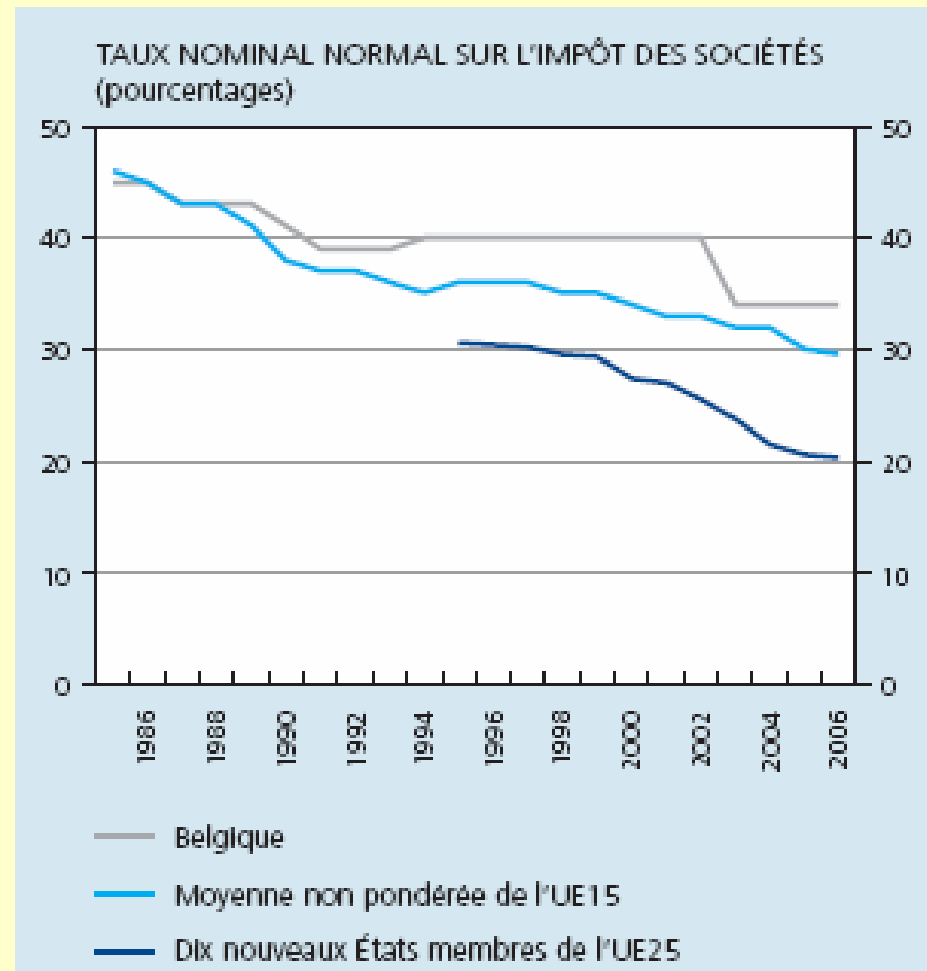
Taxation des plus-values : création d'une triple imposition chronologique :

1. **Taxation des revenus professionnels qui créent l'épargne**
2. **Taxation des plus-values**
3. **Taxation des revenus antérieurs et postérieurs à la plus-value**

Module 4 :
Conclusions

Conclusion (I)

- Notre économie doit faire **UN CHOIX**
- **Entre antifiscalisme et surtaxation**
- Admettre la fin de l'autarcie fiscale
- Fiscalité du capital à risque = Instrument de compétitivité internationale



Source : OCDE

Conclusion (II)

La fiscalité du capital à risque exigera de :

- **Abandonner le postulat dogmatisme en matière de fiscalité**
- **Faire confiance** à une économie de marché balisée
- **Passer d'une fiscalité redistributive à un impôt incitatif**
- **Assurer la prévisibilité/stabilité juridique**
 - **Ne pas mettre en cause des mesures (intérêts notionnels)**
 - **Etre cohérent dans la taxation mobilière**

Conclusion (III)

- **Baisse de l'impôt des sociétés à un taux effectif de 20 %**
- **Différencier les PME de manière plus marquée**
- **Réduire le précompte mobilier du capital à risque à 15 %**
- **Ne plus taxer l'inflation (= impôt sur le capital)**
 - **Fiscalité d'inflation dans les entreprises ?**
- **Postuler la non-taxation des plus-values**
- **Examiner une déduction des intérêts d'emprunts pour acquisition d'actions**
 - **Paradoxe des assurances-vie déductibles**
 - **Extension aux actions des 1.600 € d'intérêts sans précompte**
- **Wallonie : stimuler le capital à risque sur le modèle Arkimedes ?**