

## Quatrième session du Cercle de Prospective fiscale

---

**Fiscalité et financement des  
entreprises : dettes ou fonds  
propres, un débat renouvelé**



## Quatrième session du Cercle de Prospective fiscale

### Fiscalité et financement des entreprises : dettes ou fonds propres, un débat renouvelé

*Synthèse des échanges du 29 janvier 2013*

#### Sous la direction de :

- **Michel Aujean**, Associé Taj, Ancien Directeur des Analyses et Politiques Fiscales de la Commission européenne
- **Gianmarco Monsellato**, Avocat Associé, Managing Partner

#### Intervenants :

- **Vieri Ceriani**, Sous-secrétaire d'Etat, Ministère de l'Economie et des Finances d'Italie
- **Christian Valenduc**, Chef de l'unité d'analyse économique et budgétaire des politiques fiscales au Service Public Fédéral des Finances en Belgique
- **Gaétan Nicodème**, Chef d'unité f.f. Analyse économique de la fiscalité - DG Fiscalité et Union douanière – Commission européenne.

## SOMMAIRE

Quelques mots sur le Cercle de Prospective Fiscale .....	4
La genèse de cette session du Cercle .....	4
<b>INTRODUCTION</b> .....	<b>5</b>
<i>Par Michel Aujean, Associé Taj, Ancien Directeur des Analyses et Politiques Fiscales de la Commission européenne</i>	
<b>PREMIERE INTERVENTION</b> .....	<b>6</b>
<i>Par Gaétan Nicodème, Chef d'unité f.f. Analyse économique de la fiscalité - DG Fiscalité et Union douanière – Commission européenne</i>	
<b>DEUXIEME INTERVENTION</b> .....	<b>8</b>
<i>Par Christian Valenduc, Chef de l'unité d'analyse économique et budgétaire des politiques fiscales au Service Public Fédéral des Finances en Belgique</i>	
<b>TROISIEME INTERVENTION</b> .....	<b>10</b>
<i>Par Vieri Ceriani, Sous-secrétaire d'Etat, Ministère de l'Economie et des Finances d'Italie</i>	
<b>CONCLUSION</b> .....	<b>12</b>

## Quelques mots sur le Cercle de Prospective Fiscale

Le paysage français manquait d'un lieu d'échanges et de réflexions sur son environnement fiscal. Le Cercle de Prospective Fiscale prolonge la nécessaire réflexion que mène le cabinet Taj depuis quelques années, à travers le pôle de Prospective fiscale et stratégie d'entreprise.

Sous la direction de Michel Aujean, ancien Directeur des Analyses et Politiques Fiscales de la Commission Européenne, le pôle de Prospective fiscale publie régulièrement analyses et points de vue dans la presse économique et sur son blog dédié [www.taj-strategie.fr](http://www.taj-strategie.fr). Il a pour vocation de formuler des recommandations aux régulateurs français et européens. Il peut s'agir d'une réflexion de fond sur la philosophie d'une taxe en particulier aussi bien que sur l'administration de l'impôt ou ses modalités de recouvrement.

## La genèse de cette session du Cercle

***Par Gianmarco Monsellato, Avocat Associé, Managing Partner.***

Dans quelle mesure la fiscalité française est-elle un frein à la compétitivité et à la reprise économique ? Quel modèle de financement des entreprises dans un monde où le système fiscal est en pleine mutation ? A l'image du régime adopté en mars 2012 par l'Italie pour renforcer les fonds propres et le financement des entreprises, la France doit-elle contrebalancer la limitation de la déductibilité des intérêts d'emprunt par une déductibilité de la rémunération fictive des fonds propres ?

Ces questions ont été la clé de voûte de cette 4<sup>e</sup> session du Cercle de Prospective fiscale, avec des échanges qui n'ont eu d'autres ambitions que de dégager quelques pistes pour faire de la fiscalité un vecteur de croissance.

## INTRODUCTION

**Par Michel Aujean, Associé Taj, Ancien Directeur des Analyses et Politiques Fiscales de la Commission européenne.**

Michel Aujean a introduit le débat et les interventions en montrant combien les choix de financement des entreprises sont aujourd'hui liés au système fiscal et en soulevant la question de l'existence d'un biais fiscal en faveur du financement par l'emprunt.

Il a ainsi rappelé un certain nombre de faits illustrant cette situation :

- les dividendes sont nettement plus imposés à la source que ne le sont les intérêts, il existe donc une différence marquée entre le rendement des capitaux propres et celui de la dette (seulement taxée à la résidence) ;
- la distinction entre dette et capitaux propres (debt/equity) est de plus en plus brouillée par l'engineering financier qui propose pratiquement un *continuum* d'instruments financiers dont il résulte au plan international des situations de double imposition ou de double non-imposition (instruments hybrides) ;
- un usage excessif de l'effet de levier est de plus en plus souvent cité (FMI) dans l'explication de la crise financière mais également pour expliquer un recours excessif à l'emprunt de la part des entreprises souhaitant maximiser la déductibilité des intérêts d'emprunts dans les pays à fiscalité élevée.

Alors que les règles prudentielles sur le plan bancaire sont de plus en plus contraignantes, et que la crise économique a montré l'importance d'une structure financière plus saine, une réflexion sur le financement de l'économie doit donc s'engager. Pour ce faire, il est proposé de structurer les interventions autour des thèmes suivants :

- Y a-t-il un biais excessif en faveur de la dette, quelles en sont les raisons, quelles sont les remèdes envisageables ?
- L'une des solutions mentionnées passe par la déductibilité de la rémunération des capitaux propres : quelle est l'expérience de la Belgique en la matière, est-ce une solution recommandable ?
- L'Italie vient de mettre en place une législation innovante en ce domaine, quels en sont les premiers enseignements ?

## PREMIERE INTERVENTION

***Par Gaétan Nicodème, Chef d'unité f.f. Analyse économique de la fiscalité - DG Fiscalité et Union douanière – Commission européenne.***

Gaétan Nicodème, qui souligne s'exprimer en son nom personnel, introduit son intervention en rappelant que la plupart des systèmes fiscaux européens permettent une déduction des intérêts d'emprunt mais ne prévoient pas de mesures comparables pour la rémunération du capital. Les dividendes rémunèrent le capital tandis que les intérêts sont un coût pour l'entreprise et sont donc déductibles ! Cette distorsion fiscale crée selon lui des effets de levier qui augmentent le risque systémique, distorsion d'ailleurs renforcée par le subside fiscal lié à la déductibilité. Il montre en particulier à travers une série de graphiques la différence d'imposition effective des investissements financés par l'emprunt et par fonds propres ainsi que le biais fiscal qui en résulte.

Il considère qu'il est important que les Etats membres de l'Union européenne réduisent le biais en faveur de l'endettement, notamment en France où la distorsion fiscale est importante, le financement par l'emprunt pouvant également fragiliser les entreprises. C'est ce qui ressort clairement des travaux et recommandations élaborées au niveau européen dans le cadre du « Semestre européen<sup>1</sup> ».

Gaétan Nicodème a présenté ensuite les différentes options étudiées par l'analyse économique afin de porter remède à ce biais en faveur de l'endettement :

- **Comprehensive Business Income Tax (CBIT)** : en supprimant totalement la déductibilité des intérêts d'emprunt, ce système vise à élargir l'assiette d'imposition et à permettre d'en réduire le taux, à recette inchangée.
- **Allowance for Corporate Equity (ACE)** : au contraire de CBIT, ce système repose sur l'idée d'autoriser à déduire de la base de l'IS le coût d'opportunité des fonds propres. En réduisant l'assiette, il se traduit soit par de moindres recettes soit par l'obligation d'accroître le taux d'imposition.
- **Allowance for Capital Corporate (ACC)** : ce système consiste à substituer à la déductibilité des intérêts d'emprunt une déduction notionnelle correspondant à un rendement normal (sans risque) du capital, appliquée à la valeur comptable de tout le capital de la société, selon ses comptes fiscaux. On élimine ainsi le besoin de distinguer les sources de financement et on taxe

---

<sup>1</sup> Il s'agit de la période de coordination des politiques structurelles, macroéconomiques et budgétaires des Etats membres de l'Union européenne qui se déroule chaque année pendant six mois et vise à permettre aux Etats membres de tenir compte des orientations de l'UE à un stade précoce de l'élaboration de leurs budgets nationaux et d'autres politiques économiques.

les rentes, c'est-à-dire tout rendement supérieur au rendement normal du capital.

- **Cash-flow taxation** : il s'agit alors d'une réforme fondamentale de l'imposition des sociétés, la taxe est assise sur le cash-flow, la différence entre recettes et dépenses et non plus sur le calcul du profit imposable. Les revenus (dividendes, intérêts) n'ont plus besoin d'être déterminés, les dépenses sont immédiatement déductibles dans leur totalité (y compris les investissements). De tels projets ont fait l'objet d'intenses discussions et sont en partie à l'origine de l'idée de flat tax ou du remplacement de l'impôt sur les sociétés par la TVA (qui est une forme de cash-flow tax).

## DEUXIEME INTERVENTION

***Par Christian Valenduc, Chef de l'unité d'analyse économique et budgétaire des politiques fiscales au Service Public Fédéral des Finances en Belgique.***

Christian Valenduc, qui souligne s'exprimer en son nom personnel, introduit son discours en présentant le système belge de déduction fiscale pour le capital à risque (également appelé «déduction des intérêts notionnels») entré en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2006. Il rappelle que cette mesure permet à toutes les sociétés soumises à l'impôt des sociétés belge, de déduire de leur revenu imposable un intérêt fictif (dont le taux est censé refléter le rendement d'un prêt sans risque) calculé sur leurs fonds propres (actif net) et réduit donc la distorsion de taxation liée au mode de financement.

Il évoque la genèse de cette mesure en rappelant que les intérêts notionnels ont initialement été conçus pour maintenir les centres de décision en Belgique en remplacement du système des centres de coordination, un régime d'exemption fiscale destiné aux entreprises multinationales installées en Belgique et dont l'Union européenne avait imposé la suppression en 2001, dans le cadre du code de conduite contre la concurrence fiscale dommageable.

Selon lui ce système possède deux mérites majeurs :

- Une taxation équivalente entre fonds propres et fonds empruntés (donc une réduction de la distorsion fiscale) ;
- Un investissement marginal qui n'est plus taxé (seules les rentes sont taxées : le rendement normal de l'investissement n'est pas taxé).

Il regrette cependant que, dès le départ, des mesures anti-abus (à l'encontre des structures triangulaires qui génèrent des doubles déductions) n'aient pas été mises en place pour garantir la sécurisation et la pérennité du dispositif. Le coût excessif du système (environ 10% des recettes d'IS en 2008) en a miné les fondements et l'acceptabilité, ce qui a conduit ces dernières années à abaisser le taux de rendement retenu pour le calcul des intérêts notionnels (3% pour l'exercice d'imposition 2013). Christian Valenduc précise ensuite que l'une des faiblesses conceptuelles du système belge est de permettre une déduction des intérêts notionnels sur le stock de capital (ce qui se traduit par un important effet d'aubaine pour les actionnaires historiques), et non sur les seuls investissements nouveaux, comme c'est le cas en Italie par exemple.



Concernant l'évaluation du dispositif, il estime que d'après les études réalisées sur les comptes annuels de sociétés non financières, plusieurs éléments apparaissent :

- Une augmentation des fonds propres mais sans effets significatifs sur le volume des immobilisations corporelles ;
- Sur le plan macro-économique : une baisse du taux effectif d'imposition, masquée dans un premier temps par une accélération de la perception de l'impôt et une hausse remarquable de la profitabilité brute des sociétés (qui s'explique probablement par la prépondérance parmi les bénéficiaires des centrales de financement qui ont pris le relais des centres de coordination) ;
- Sur un plan plus général, c'est une réforme sujette à beaucoup de critiques et à une certaine instabilité (fréquentes modifications législatives : déduction reportable, taux de déduction).

## TROISIEME INTERVENTION

***Par Vieri Ceriani, Sous-secrétaire d'Etat, Ministère de l'Economie et des Finances d'Italie.***

Vieri Ceriani introduit son discours en rappelant que l'idée de rééquilibrage entre dette et fonds propres n'est pas nouvelle dans le paysage fiscal italien. De 1997 à 2003 l'Italie a appliqué un système dual d'imposition, une version atténuée de déduction d'intérêts notionnels, qui comportait un taux réduit d'imposition des bénéfiques réinvestis (19% au lieu de 37%). Dans le cadre de la réforme fiscale mise en place pour lutter contre la crise économique et financière, l'Italie a développé une nouvelle approche fondée sur l'application d'une déduction notionnelle calculée sur l'accroissement des capitaux propres (actions ou réserves) générée depuis le 31 décembre 2010. Cette mesure, adoptée en mars 2011 avec application rétroactive depuis le début de l'année, facétieusement appelée ACE (Aiuto alla crescita economica = Aide à la croissance économique) vise effectivement :

- à stimuler la croissance à travers une réduction des charges fiscales pesant sur les entreprises ;
- à renforcer la structure capitalistique des entreprises italiennes.

Il convient de noter que ce type de mesure est tout à fait en ligne avec les recommandations tant de l'Union européenne que du FMI qui soulignent l'importance de mettre en œuvre des dispositifs qui découragent l'usage excessif de l'effet de levier par les sociétés et contribuent de ce fait à réduire le risque systémique.

Elle est applicable aux sociétés italiennes, aux établissements permanents de sociétés étrangères et aux entreprises individuelles et partnerships. Le taux de l'intérêt notionnel est fixé à 3% pour les 3 premières années. Si le montant déductible dépasse l'assiette fiscale nette, il peut bénéficier d'un report à l'infini sur les exercices futurs.

Vieri Ceriani souligne que le fait que le système italien ne s'applique qu'aux nouveaux investissements est essentiel. Cela permet notamment de :

- Constituer une mesure fiscale générale et de ne pas relever de la réglementation communautaire sur les aides d'Etat ;
- Réduire substantiellement le coût de la mesure pour l'Etat italien (à la différence du régime belge) ;
- Dynamiser l'investissement et renforcer l'attractivité de l'Italie pour les investisseurs étrangers, autant de facteurs de croissance.

Quoiqu'il soit encore difficile de mesurer l'impact effectif de la déduction du fait de sa nouveauté, les premières études et simulations montrent que l'ACE contribue très nettement à réduire l'avantage du financement par la dette et donc à réduire le recours à celle-ci et par conséquent le risque systémique. De ce point de vue le dispositif va dans le sens souhaité par le Gouvernement italien : en levant l'un des obstacles majeurs à l'investissement, l'économie devrait amorcer un retour vers la croissance économique.

## CONCLUSION

En conclusion, Michel Aujean rappelle les mérites de ce type de mesure :

- neutralisation du biais en faveur de l'endettement,
- réduction de l'effet de levier et par conséquent,
- moindre risque systémique

Ces avantages s'inscrivent bien dans les recommandations de l'UE et du FMI. Enfin, c'est une mesure qui présente le grand avantage de ne rien coûter si elle ne conduit pas à l'accroissement espéré des fonds propres. Le retour à la compétitivité de l'économie française pourrait grandement bénéficier de l'adoption d'un dispositif semblable au dispositif italien.

## BIBLIOGRAPHIE RECENTE ET SUCCINTE

Serena Fatica, Thomas Hemmelgarn, Gaëtan Nicodeme, The Debt-Equity tax bias : consequences and solutions ; Taxation Papers N°33- 2012, Taxud –European Commission

Ruud A de Mooij, Michael P. Devereux, Alternative systems of business tax in Europe : an applied analysis of ACE and CBIT reforms ; Taxation Papers N°17 – 2009, Taxud- European Commission

Ruud A de Mooij, Tax biases to debt finance : Assessing the Problem, finding solutions ; IMF Staff Discussion Note, May 3, 2011, SDN/11/11

Paolo Panteghini, Maria Laura Parisi, Francesca Pighetti, Italy's ACE Tax and its Effect on a Firm's Leverage ; CESifo Working Paper N°3869, Category 1 : Public Finance, June 2012

Eric Robert, Les intérêts financiers, le capital de l'entreprise et l'idéal de neutralité fiscale ; Le blog de Taj : <http://www.taj-strategie.fr/spip.ph...>

Wolfgang Schön, The distinct equity of the debt-equity distinction ; Bulletin for international taxation ; IBFD, Vol 66-N°9-2012

VALENDUC C. (2009), Les intérêts notionnels : une réforme fondamentale et controversée, Centre de Recherches et d'Information Socio-politique (CRSIP), Courrier hebdomadaire, No 2018, Belgique

VALENDUC C. (2011), Imposition des revenus du travail, du capital et de la consommation : évolutions récentes, Bulletin de documentation, SPF Finances, No 3, pp. 15-62, Belgique

### **A propos de Taj**

*Taj est l'un des premiers cabinets d'avocats français, spécialisé en stratégies fiscales et juridiques internationales. Il compte aujourd'hui 430 professionnels parmi lesquels 49 associés, basés à Paris, Bordeaux, Lille, Lyon, Marseille, Perpignan et Tours. Ses expertises les plus réputées couvrent la fiscalité internationale et les prix de transfert, les fusions acquisitions, la fiscalité indirecte, le contrôle fiscal et contentieux, la fiscalité de la mobilité internationale, le droit social, le droit des affaires et des entreprises en difficulté.*

*Taj est membre de Deloitte Touche Tohmatsu Limited et s'appuie sur l'expertise de 27 000 fiscalistes de Deloitte situés dans 150 pays.*

*Pour en savoir plus, [www.taj.fr](http://www.taj.fr) ou [www.taj-strategie.fr](http://www.taj-strategie.fr)*

### **A propos de Deloitte**

*Deloitte fait référence à un ou plusieurs cabinets membres de Deloitte Touche Tohmatsu Limited, société de droit anglais (« private company limited by guarantee »), et à son réseau de cabinets membres constitués en entités indépendantes et juridiquement distinctes. Pour en savoir plus sur la structure légale de Deloitte Touche Tohmatsu Limited et de ses cabinets membres, consulter [www.deloitte.com/about](http://www.deloitte.com/about).*