



# Audition de l'AMAFI par le CPO *Conseil des Prélèvements Obligatoires*

Imposition du capital  
au service du financement productif

13 juillet 2017

*Association française* des marchés financiers

LES PROFESSIONNELS DE LA BOURSE ET DE LA FINANCE

# Sommaire

---

1. Le « mal-financement » de l'économie française
2. Les conséquences sur la vitalité de l'économie
3. Epargne, financement et fiscalité : principaux constats
4. Placement financiers des ménages : l'actionnariat en retrait
5. Fiscalité de l'épargne comparée
6. Une fiscalité des entreprises défavorable au financement en capital

---

# 1. Le « mal-financement » de l'économie française

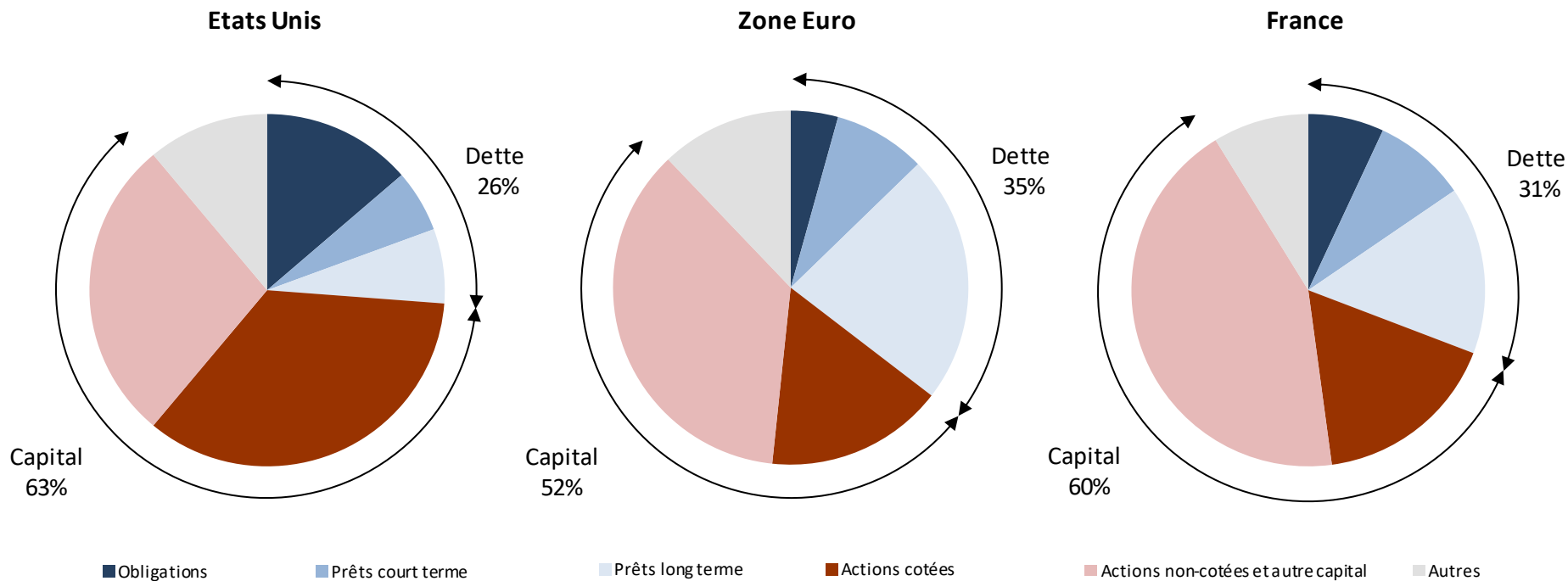
# Le « mal-financement » de l'économie française

---

Par rapport à leurs équivalentes américaines, le **financement des entreprises françaises** – et plus largement européennes – se caractérise par :

- un **effet de levier** important, avec un **ratio de dette sur fonds propres** significativement supérieur ;
- pour la dette, un **recours plus marqué aux financements bancaires** par rapport aux marchés ;
  - Le phénomène est toutefois moins marqué en France que dans le reste de la zone Euro, du fait de la proportion des grandes entreprises.
  - En France, même pour les PME-ETI, la dépendance aux financements bancaires n'a pas constitué à date un frein réel, avec un accès au crédit resté très ouvert.
- un **capital moins ouvert**, avec une proportion faible d'actions cotées (28% du capital, vs 56% aux US).

# Le « mal-financement » de l'économie française



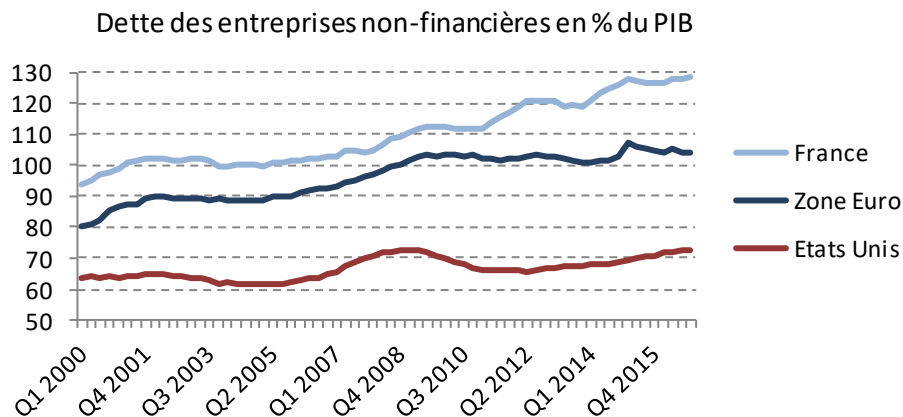
Source : Commission Européenne, Eurostat

---

## 2. Les conséquences sur la vitalité de l'économie

# Des entreprises plus exposées

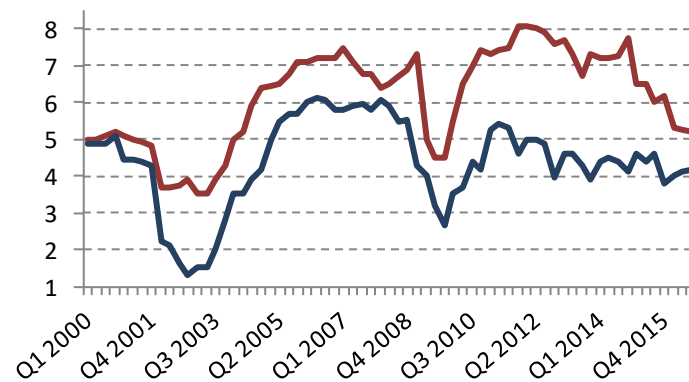
## Un effet de levier significativement plus important



Source : BIS

Des entreprises plus fragiles,  
notamment en cas de remontée des taux

## Taux de couverture des intérêts de la dette des entreprises non-financières (EBIT/intérêts)



Source : Datastream, Bloomberg, AXA IM Research

# Une économie moins résiliente et une croissance moindre

La dépendance aux financements bancaires et l'insuffisante accumulation de capital freinent le retour à la croissance.

Chart 1: Actual and potential GDP in the EU-28

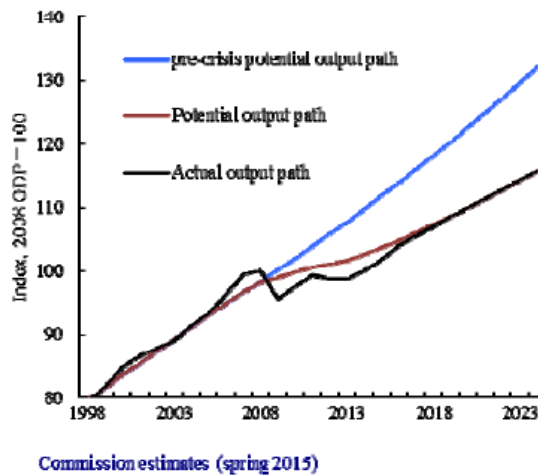
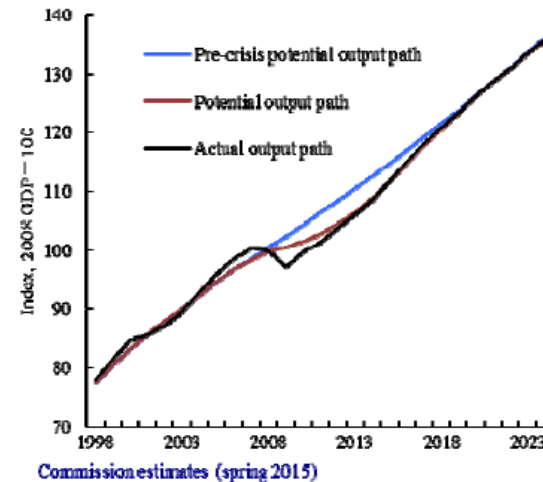


Chart 2: Actual and potential GDP in the USA



Source : Commission staff working document, *Economic Analysis, Action Plan on Building a Capital Market Union*

Finance and Inclusive Growth – OECD Economic Policy Paper, June 2015, No 14 :

*“The empirical results reported above suggest that in most OECD countries more debt is typically associated with slower growth while more stock market financing generates a positive growth effect.”*



# Une moindre capacité au renouvellement et à l'innovation

Du point de vue d'une économie, l'enjeu de l'investissement en capital est de faire émerger et grandir des PME et à en faire les champions de demain (les « Licornes »). Pour rappel, aucune entreprise créée depuis 1975 n'a pu se hisser parmi les 40 principales entreprises en France. A l'inverse, **Un tiers des 40 principales entreprises US a moins de 40 ans d'existence.**

Les conséquences sont multiples, notamment en termes :

- de **positionnement de l'économie sur les secteurs porteurs** (seules 2 entreprises du CAC40 opèrent dans le domaine de la santé. Idem pour le secteur des technologies de l'information. A l'inverse, 8 des équivalentes US opèrent dans le domaine de la santé, 10 dans celui des technologies de l'information) ;
- de **faculté à tirer parti des « chocs disruptifs »** (GAFA : Google, Apple, Facebook, Amazon depuis 10 ans, TUNA : Tesla, UBER, Netflix, Airbnb depuis 5 ans, etc.) ;
- de **richesse collective et d'emploi** : les valeurs GAFA représentent une capitalisation supérieure au CAC40 (1.800 TrUSD contre 1,360 TrEUR fin 2016).

---

**Il importe de favoriser le financement en actions des entreprises françaises.**

**Au vu du fort biais domestique, notamment pour les plus petites capitalisations, la solution passe par l'orientation de l'épargne française.**

**La fiscalité du capital doit donc viser à orienter l'épargne vers l'investissement productif, au travers de placements longs et à risque, que ce soit en détention directe ou intermédiée.**

---

# 3. Epargne, financement et fiscalité : principaux constats

# Épargne, financement et fiscalité : principaux constats

---

1. Placements financiers des ménages : seulement 22% d'actions.
2. Fiscalité de l'épargne très complexe et instable caractérisée par :
  - Une progressivité élevée ;
  - Un triple niveau d'imposition : IR progressif + PS + ISF;
  - Des taux marginaux confiscatoires.
3. La France dans une position atypique dissuadant ses résidents d'investir leur épargne dans les entreprises – l'économie.
4. Différentiels de coûts fiscaux FR – ALL – RU sur les financements d'entreprises, que ce soit par fonds propres (fiscalité des dividendes) ou par endettement (fiscalité des intérêts).
  - Désavantage compétitif entreprises FR (versus ALL, RU)

---

## 4. Placement financiers des ménages : l'actionnariat en retrait

# Placements financiers des ménages

## L'actionnariat en retrait

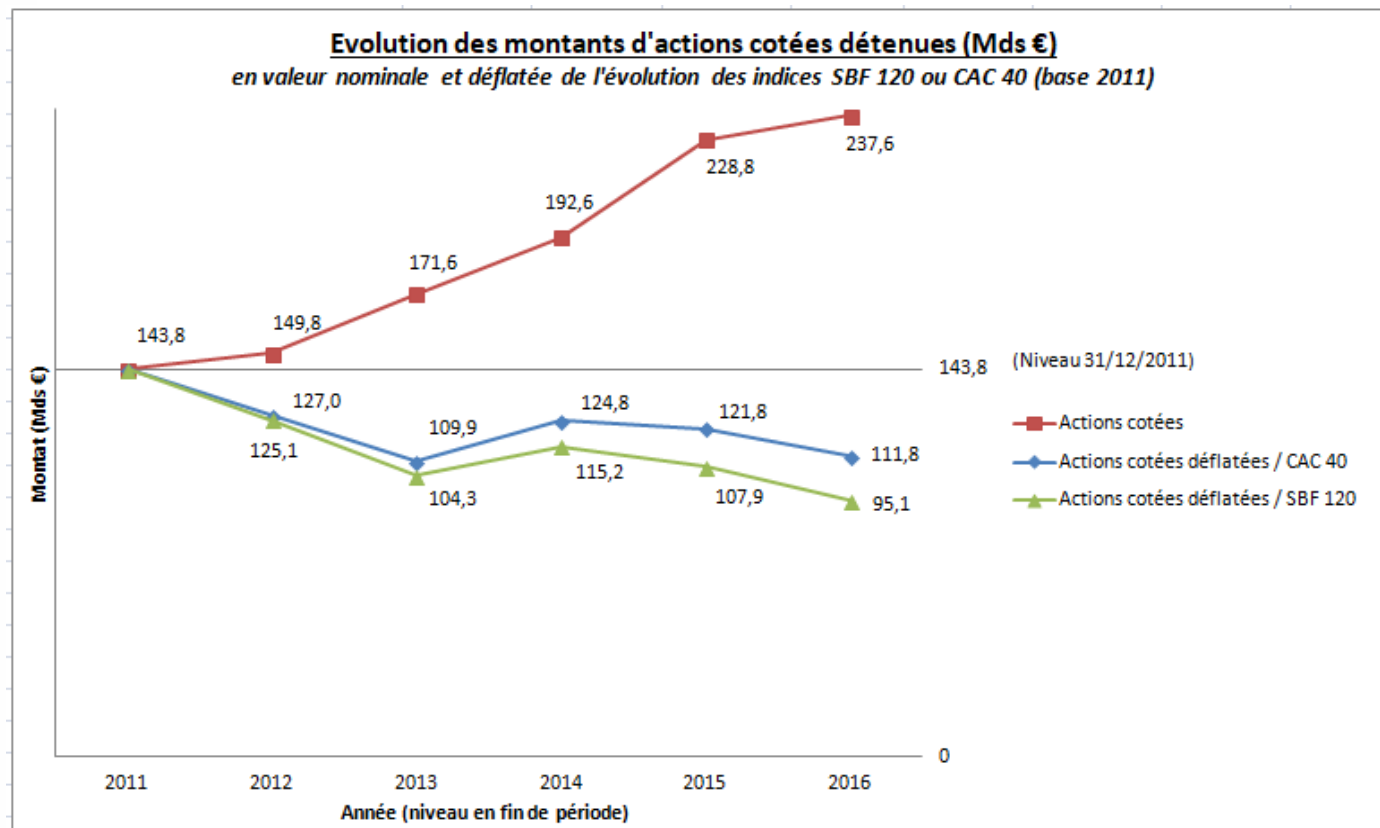
Les placements non risqués, moins utiles pour l'économie sont privilégiés par les ménages.

4,764 milliards d'euros d'encours mais "seulement" 1,015 milliards en actions cotées ou non cotées.

Placements financiers des ménages au 4 <sup>ème</sup> trimestre 2016 seulement 22,18% en actions		
	Md€	%
<b>Actifs liquides et non risqués</b>	<b>1 092,30</b>	<b>22,92%</b>
<i>numéraire</i>	72,60	1,52%
<i>dépôts à vue</i>	414,40	8,70%
<i>livret A, LDD, LEP, PEL et CEL</i>	595,90	12,51%
<i>titres d'OPCVM monétaires</i>	9,40	0,20%
<b>Actifs non liquides et non risqués</b>	<b>1 970,70</b>	<b>41,36%</b>
<i>compte à terme</i>	70,80	1,49%
<i>épargne contractuelle (PEL, PEP)</i>	279,50	5,87%
<i>assurance-vie en supports euros</i>	1 620,40	34,01%
<b>Actifs liquides et risqués</b>	<b>582,00</b>	<b>12,21%</b>
<i>titres de créance</i>	65,10	1,37%
<b>actions cotées</b>	<b>237,60</b>	<b>4,99%</b>
<i>Titre d'OPC non monétaires</i>	279,30	5,86%
<b>Actifs non liquide et risqués</b>	<b>1 119,70</b>	<b>23,50%</b>
<b>actions non cotées et autres participations</b>	<b>819,10</b>	<b>17,19%</b>
<i>assurance-vie en supports UC</i>	300,60	6,31%
<b>Total des placements financiers</b>	<b>4 764,70</b>	<b>100,00%</b>
<b>Total - Actions cotées et non cotées</b>	<b>1 056,70</b>	<b>22,18%</b>

# Placements financiers des ménages

## L'actionnariat en retrait



Le patrimoine financier des ménages détenu en actions progresse en valeur absolue mais décroît une fois corrigé l'effet de la hausse des marchés boursiers.

---

# 5. Fiscalité de l'épargne comparée



# Une fiscalité complexe et des taux élevés

Une multitude de régimes (à chaque « produit » sa fiscalité complexe).

Une pression fiscale inversement proportionnelle à l'intérêt économique du support d'épargne.

- *L'épargne règlementée est faiblement taxée ;*
- *L'épargne finançant les entreprises est lourdement taxée.*

	Produits d'épargne	Prélèvements sociaux	Prélèvements fiscaux	Total (1)	Remarques
0%	Livret A / Livret bleu / LDD / Livret Jeune	0%	0%	0%	Plafonds Livret A et bleu (22.950 €) LDD (12.000 €) - Livret Jeune (1.600 €)
	LEP	0%	0%	0%	Sous conditions de revenu - Plafond (7.700 €)
< 20%	PEL moins de 12ans	15,5 %	0% (si PEL < 12ans) IR (si PEL > 12 ans)	15,5 %	Plafond (81.200 €) Contrats souscrits à partir du 01/03/11 Prélèvement sociaux (PS) dus chaque année sur les intérêts Contrats antérieurs au 01/03/11 PS dus au dénouement ou au bout de 10 ans puis
	CEL	15,5 %	0%	15,5 %	Plafond (15.300 €) Prélèvements sociaux au fil de l'eau
	PEP	15,5 %	0%	15,5 %	Prélèvements sociaux au fil de l'eau Ouverture de nouveaux PEP interdite depuis le 24/09/2003
	PEA de plus de 5 ans PEA PME de plus de 5 ans	15,5 %	0%	15,5 %	Plafonds PEA (150.000 €) PEA PME (75.000 €) Prélèvements sociaux au dénouement selon calcul complexe (7)
	Assurance vie > 8ans Contrats DSKNSK	15,5 %	0%	15,5 %	Prélèvements sociaux au fil de l'eau
	CPI - Compte PME Innovation (8) LFR2016	15,5 %	IR	15,5 %	Prélèvements sociaux au fil de l'eau Prélèvements fiscaux de droit commun au dénouement
20% à 30%	Plus-values sur actions (2) Régimes de faveur (Abattement 65% si titres détenus plus de 8 ans)	15,5 %	IR	19,98 %	CSG déductible à 5,1 % Abattement (65 %) Abattement fixe 500.000 € pour dirigeant PME partant à la retraite
	Assurance vie > 8ans Contrats autres que DSKNSK	15,5 %	IR ou (sur option) PFL de 7,5 %	23 % (PFL)	Prélèvements sociaux au fil de l'eau Abattement de 4.600 €
30% à 40%	Plus-values sur actions Régime (3) de droit commun/Abattement 65% si titres détenus plus de 8 ans)	15,5 %	IR	28,98 % (IR)	CSG déductible à 5,1 % Abattement (65 %)
	Régimes (2) de faveur (Abattement 65% si titres détenus entre 4 et 8 ans)	15,5 %	IR	28,98 % (IR)	CSG déductible à 5,1 % Abattement (65 %)
	Assurance vie entre 4 et 8 ans	15,5 %	IR ou PFL de 15 %	30,5 % (IR)	Prélèvements sociaux au fil de l'eau
	PEA + 2 ans et - de 5 ans PEA PME + 2 ans et - de 5 ans	15,5 %	19 %	34,5 %	Prélèvements sociaux au dénouement selon calcul complexe (7)
40% à 50%	Plus-values sur actions Régime (4) de droit commun/Abattement 50% si titres détenus entre 2 et 8 ans)	15,5 %	IR	35,71 % (IR)	CSG déductible à 5,1 % Abattement (50 %) Abattement fixe 500.000 € pour dirigeant PME partant à la retraite
	Régimes (2) de faveur (Abattement 50% si titres détenus entre 1 et 4 ans)	15,5 %	IR	35,71 % (IR)	CSG déductible à 5,1 % Abattement (50 %) Abattement fixe 500.000 € pour dirigeant PME partant à la retraite
	PEA moins de 2 ans PEA PME moins de 2 ans	15,5 %	22,5 %	38 %	Prélèvements sociaux au dénouement selon calcul complexe (7)
> 50%	PEL plus de 12ans	15,5 %	IR ou PFL de 24 %	39,5 % (PFL)	Plafond (81.200 €) Contrats souscrits à partir du 01/03/11 Prélèvement sociaux (PS) dus chaque année sur les intérêts Contrats antérieurs au 01/03/11 PS dus au dénouement ou au bout de 10 ans puis chaque
	Intérêts < 2000 € / an Livrets ordinaires - Obligations Titres de créances	15,5 %	IR ou PFL de 24 %	39,5 % (PFL)	Option pour PFL seulement si intérêts < 2000 € / an CSG non déductible de l'IR
> 50%	Dividendes d'actions (5)	15,5 %	IR	40,21 % (IR)	Abattement de 40% applicable aux montants bruts distribués CSG déductible à 5,1 %
	Assurance vie moins de 4ans	15,5 %	IR ou (sur option) PFL de 35 %	50,5 % (PFL)	Prélèvements sociaux au fil de l'eau
> 50%	Plus-values sur actions Régime de droit commun si titres détenus moins de 2 ans	15,5 %	IR	58,21 % (IR)	CSG déductible à 5,1 %
	Régimes (2) de faveur si titres détenus moins de 1 an Plus-values et intérêts (8) sur Obligations et Titres de créance Livrets ordinaires	15,5 %	IR	58,21 % (IR)	CSG déductible à 5,1 %

# Fiscalité de l'épargne comparée

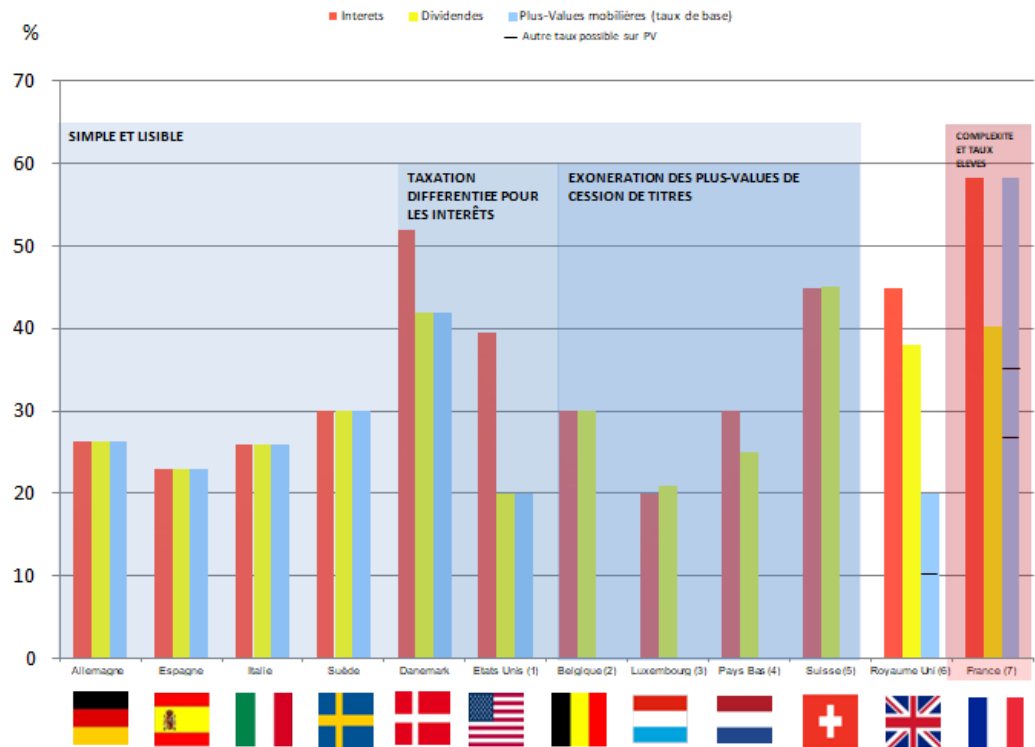
Trois schémas classiques d'imposition du capital :

- Simple et lisible : prélèvement libératoire  $\leq 30\%$  (*Allemagne, Espagne, Italie, Suède*);
- Lisible avec avantage donné au capital utile au financement de l'économie : dividendes moins taxés pour réduire le biais fiscal à l'endettement ; (*Etats-Unis, Danemark*);
- Lisible avec incitation à la détention d'actions : exonération de droit commun des plus-values de cession de titres (*Belgique, Luxembourg, Pays-Bas, Suisse*).

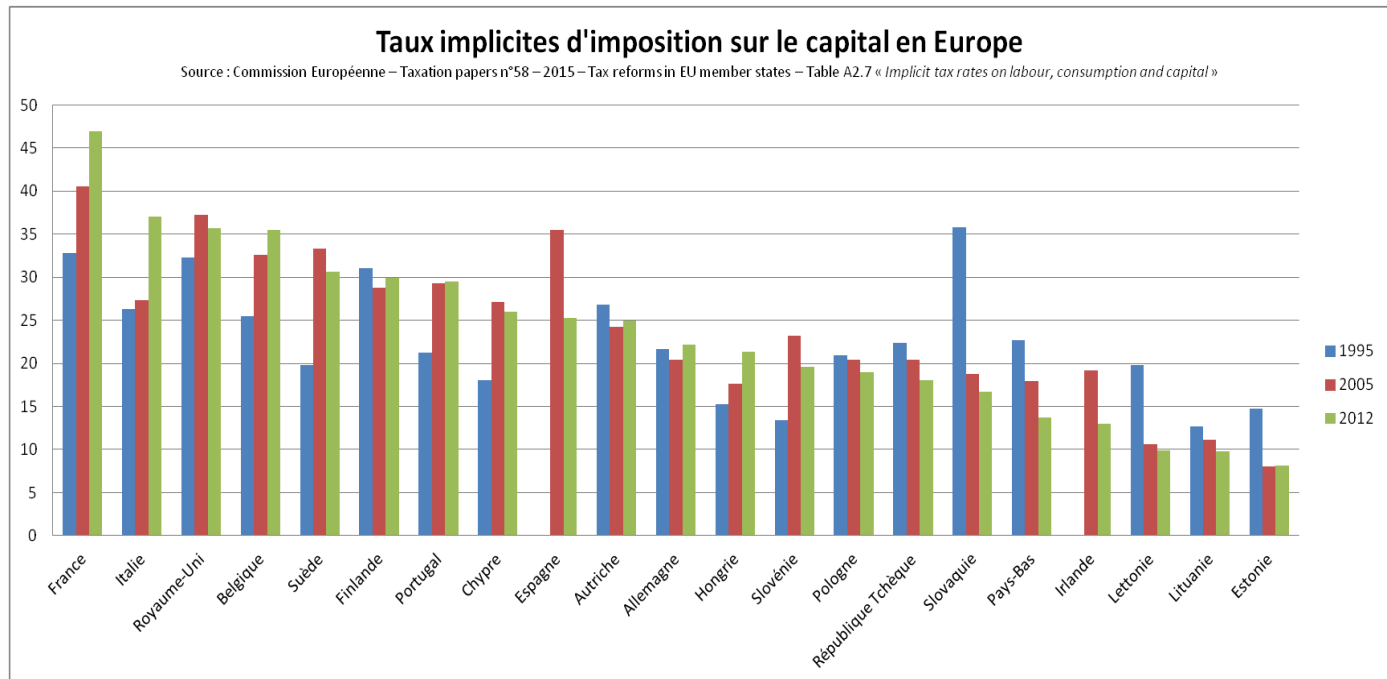
Deux 2 cas atypiques poursuivant un objectif de justice sociale :

- Royaume-Uni : Barème progressif mais spécifique, moins lourd que l'imposition générale des revenus.
- France : Barème progressif identique revenus du travail / du capital, en fait, plus élevé sur les revenus du capital compte tenu PS.

Fiscalité de l'épargne comparée  
Taux marginaux d'imposition (2017)



# Fiscalité de l'épargne comparée



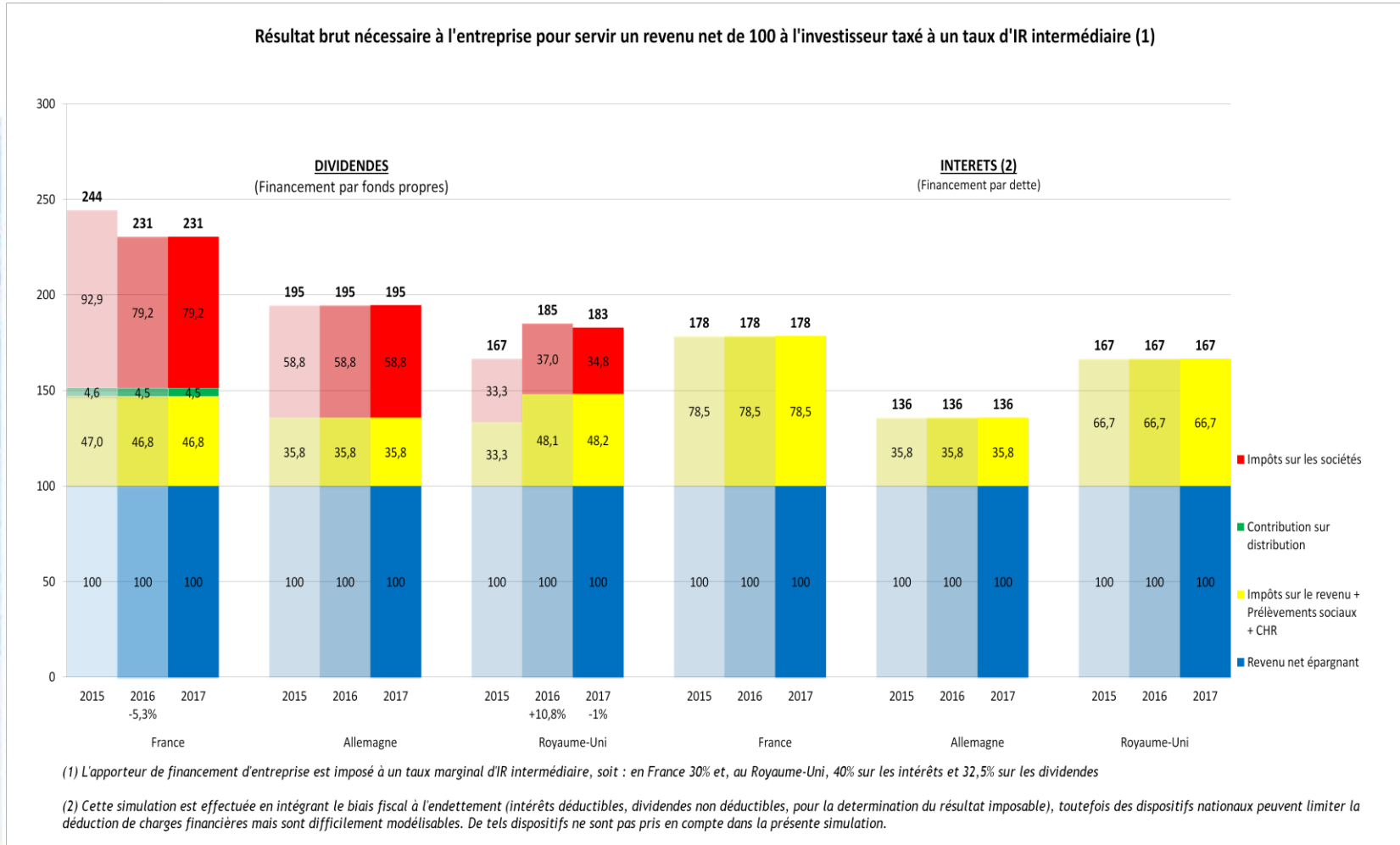
**Données 2015 : Taux de taxation implicite du capital : 47% en France,**

**soit 10% de plus que l'Italie qui à 37% a le taux le plus élevé des autres Etats européens, la moitié d'entre eux moins ayant un taux < 20%**

---

## **6. Une fiscalité des entreprises défavorable au financement en capital.**

# Une fiscalité des entreprises défavorable au financement en capital



# Une fiscalité des entreprises défavorable au financement en capital

Pour servir un revenu net de 100 à l'apporteur de fonds propres (actionnaire), l'entreprise française doit produire un résultat brut de 231 contre 195 (16 % de moins) pour l'entreprise allemande et 183 (21 % de moins) pour l'entreprise britannique.

S'agissant de l'apporteur de fonds d'emprunts (dette obligataire, titres de créances, comptes courants,...), l'entreprise française doit produire un résultat brut de 178 contre 136 (24 % de moins) pour l'entreprise allemande ou 167 pour l'entreprise britannique.

Le cumul de la fiscalité de l'épargne et de la fiscalité d'entreprise atteint un niveau si élevé qu'il affecte directement la compétitivité des entreprises françaises tout en raréfiant leurs sources de financement.

= lourd handicap pour le financement de l'économie française

# Une fiscalité des entreprises défavorable au financement en capital

Pistes de réflexions pour mettre l'imposition du capital au service du financement de l'entreprise (favoriser la croissance et l'emploi)

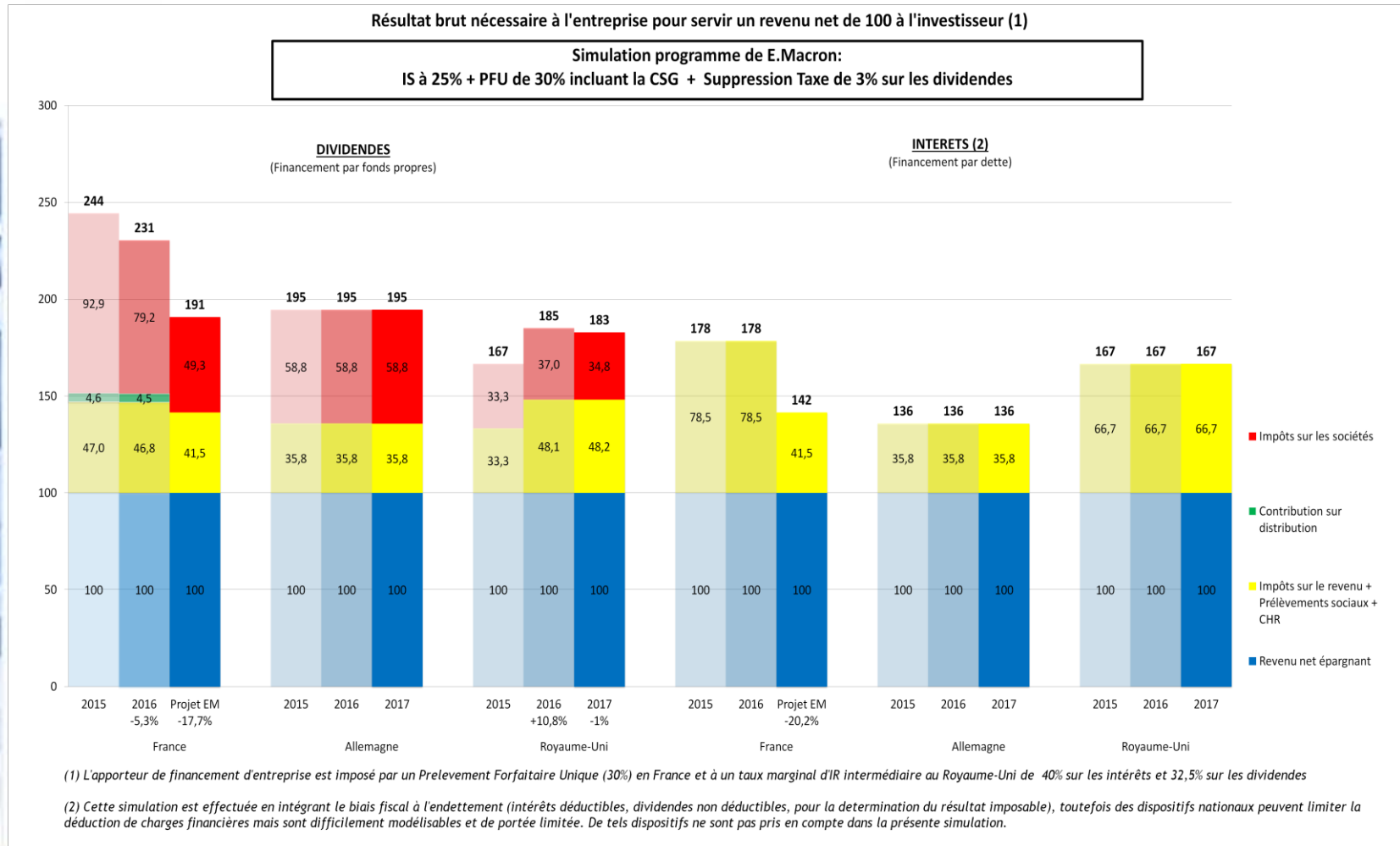
- PFU plafonné à 30 %
- Suppression de la Taxe de 3% sur les dividendes
- Baisse du taux de l'IS à 25% (moyenne européenne)

Une simulation d'adoption de ces 3 mesures (figurant dans le projet EM) permettrait de corriger la situation atypique de la France et supprimerait le désavantage compétitif illustré par le Baromètre dont souffre ses entreprises en matière de financement.

Autre piste :

- Introduction d'un mécanisme de déduction d'intérêts notionnels (ACE) – exemples Italie, Croatie, Portugal...

# Une fiscalité des entreprises défavorable au financement en capital



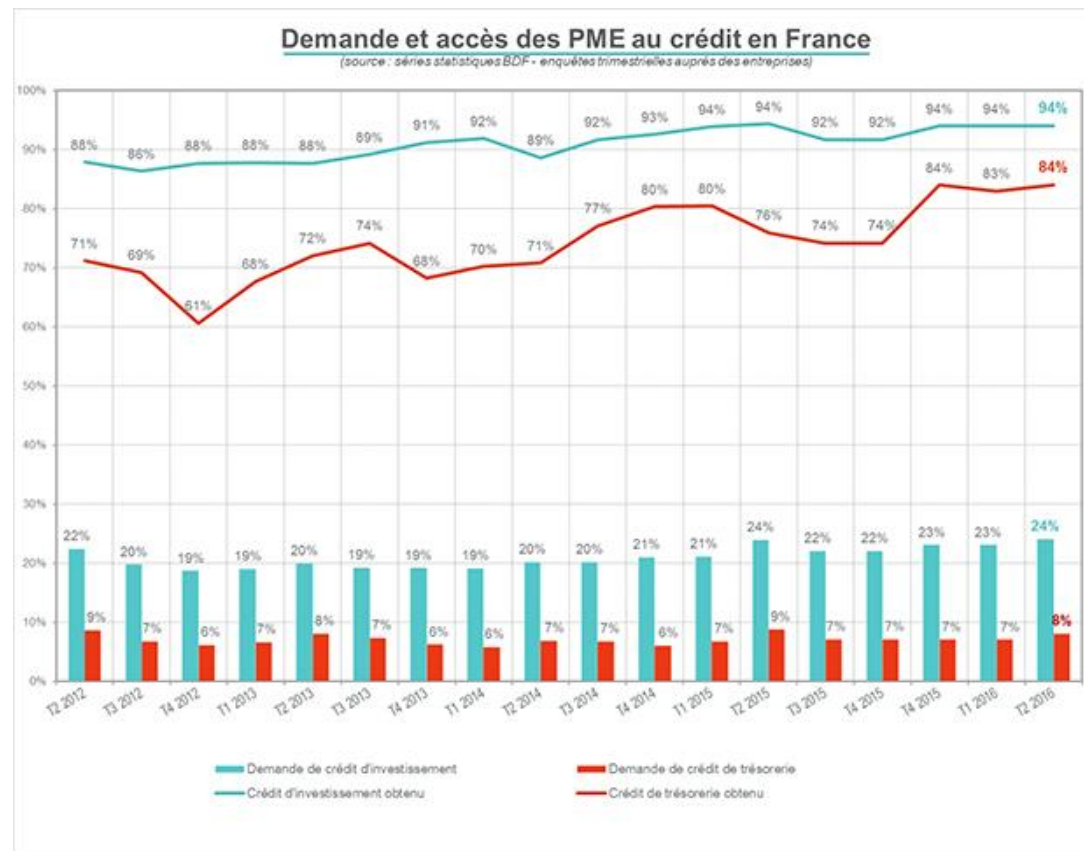


---

# Annexes

# L'accès au crédit des PME / ETI

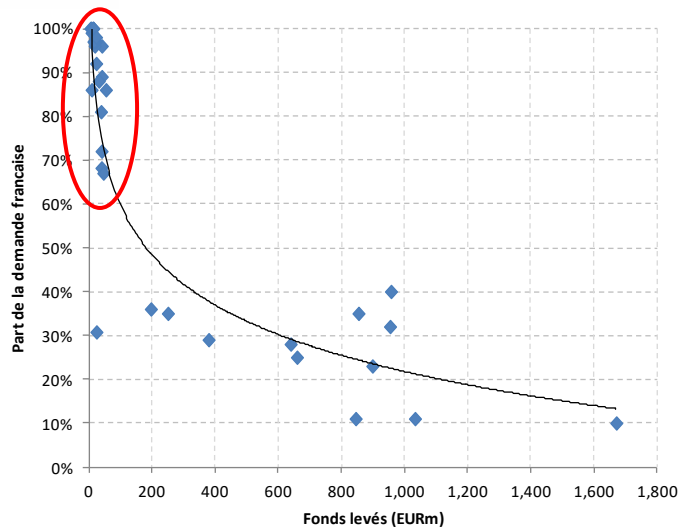
A l'inverse de certains pays européens, l'accès au crédit bancaire est resté très ouvert en France malgré la crise financière.



Source : Fédération Bancaire Française

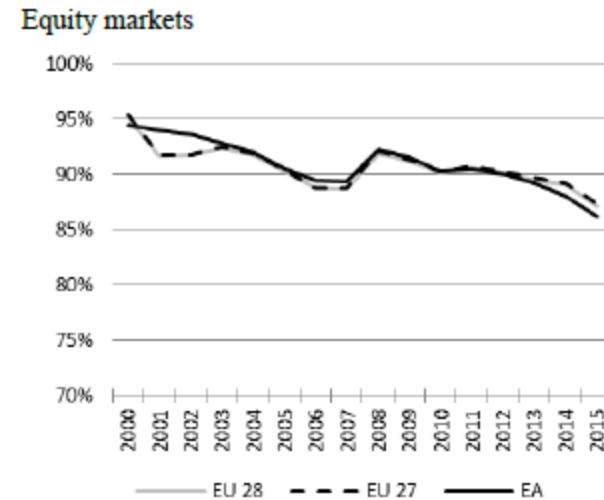
# Le biais domestique

Source des levées de fonds pour les sociétés françaises accompagnées par un établissement français entre 2012 et 2017.



Source : Société Générale

Biais domestique dans la constitution des portefeuilles d'investissement.



Source : Commission staff working document, Economic Analysis, Action Plan on Building a Capital Market Union

---

# Merci pour votre attention