

GRAND DEBAT NATIONAL

POUR UNE FISCALITÉ QUI RECONNAISSE LES ENJEUX LIÉS À UNE ÉPARGNE ALLOUÉE AU FINANCEMENT LONG ET À RISQUE DES ENTREPRISES

Contribution de l'AMAFI

Le 15 janvier, le Président de La République a lancé jusqu'au 15 mars un [Grand débat national](#) : « Afin que les espérances dominent les peurs, il est nécessaire et légitime que nous nous reposions ensemble les grandes questions de notre avenir. » Le GDN s'organise ainsi autour de quatre thèmes majeurs : la fiscalité et les dépenses publiques, l'organisation de l'État et des services publics, la transition écologique, la démocratie et la citoyenneté. Chaque thème est ensuite décliné en différentes questions, essentiellement destinées à recouper un certain nombre d'attentes exprimées par les « Gilets jaunes ».

L'AMAFI, en tant que représentant des acteurs de marché (*v. encadré*), n'a pas vocation à s'exprimer sur chacun de ces thèmes. Dans le cadre du débat créé autour de la fiscalité, elle considère néanmoins important de souligner quelques éléments au regard de l'enjeu que représente le bon fonctionnement de marchés financiers au service du financement de l'économie, de la couverture des risques ainsi que de l'allocation de l'épargne.

L'objet de ce document est ainsi de rappeler que :

- L'un des moteurs de la croissance est le capital accessible consacré au financement long des entreprises ;
- Les marchés sont en Europe une source de plus en plus importante de financements longs à risque ;
- Les Français se sont massivement détournés des instruments d'épargne qui servent au financement long des entreprises, au premier chef desquels les actions ;
- L'évolution de la fiscalité de l'épargne a joué un rôle majeur dans cette évolution, seulement infléchi par la loi de finances pour 2018 ;
- Cette inflexion était d'autant plus nécessaire que l'allocation de l'épargne au financement des entreprises comporte des enjeux réels.

L'AMAFI est l'association professionnelle qui, aux niveaux national, européen et international, représente les acteurs des marchés financiers établis en France, qu'ils soient établissements de crédit, entreprises d'investissement ou infrastructures de marché et de post-marché, où qu'ils interviennent et quel que soit le lieu de résidence de leurs clients et contreparties.

Ses adhérents, dont un tiers environ sont filiales ou succursales d'établissements étrangers, agissent sur les différents segments des activités de marché, que ce soit pour compte propre ou pour compte de clients : marchés organisés et de gré-à-gré où sont traités des titres de capital et de taux ainsi que des dérivés, y compris de matières premières.

Fort de ce constat, il est indispensable d'en tirer les conséquences en termes d'enjeu que représente, pour notre compétitivité économique, une fiscalité qui reconnaisse la valeur de l'épargne dirigée vers le financement long et à risque des entreprises.

- ***L'un des moteurs de la croissance est le capital accessible consacré au financement long des entreprises***

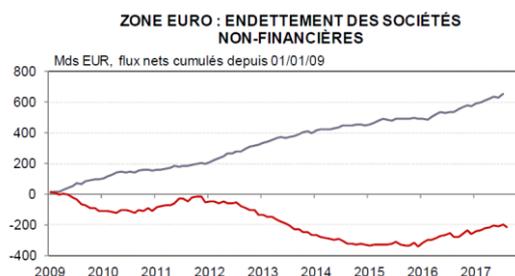
La croissance est générée par la richesse collective et les emplois créés par les entreprises. D'elle dépend, non seulement le pouvoir d'achat des ménages et le taux de chômage, mais aussi le financement de la sphère publique au travers de laquelle sont notamment mis en œuvre les différents mécanismes de redistribution destinés à réduire les inégalités et à couvrir les risques sociaux.

Trois facteurs sont centraux pour générer de la croissance : le capital, le travail et le progrès technique. Parmi ces facteurs, le capital revêt en un enjeu spécifique. Nécessaire à l'entreprise pour qu'elle puisse assurer et maintenir un niveau suffisant de qualité de production ou de service, il l'est également pour permettre le développement de ses parts de marché. Mais le capital est également critique pour favoriser et développer l'innovation : c'est lui en effet qui, sur des échéances souvent longues et au prix de certains échecs, finance les initiatives de recherche et développement et leur transformation en applications industrielles ou commerciales. La qualité des produits ou services d'une entreprise donnée comme sa capacité d'innovation constituent ainsi un double facteur crucial de différenciation par rapport à ses concurrents, surtout quand ceux-ci bénéficient de coûts de production moindres.

Pour faire face à ces enjeux, les entreprises doivent avoir la capacité à investir, ce qui en retour repose sur leur capacité à accéder à du capital en mesure de procurer les financements longs nécessaires à cet effet.

- **Les marchés sont en Europe une source de plus en plus importante de financements longs à risque**

En France, comme d'ailleurs en Europe, une large part des financements longs accordés aux entreprises, surtout quand celles-ci n'avaient pas la taille où la notoriété nécessaires pour accéder aux financements de marché, a historiquement reposé sur le crédit bancaire. La revue du cadre réglementaire et prudentiel des acteurs financiers menée en réponse à la crise financière entraîne toutefois une transformation profonde de ce modèle de financement. La contrainte réglementaire désormais exercée sur les bilans bancaires impose ainsi de faire en sorte que le marché ait la capacité d'assurer une part plus grande du financement des entreprises.

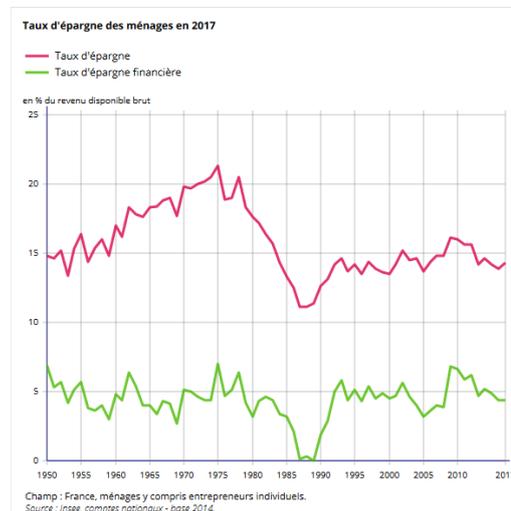


Ce constat est d'ailleurs bien au cœur de l'initiative initiée mi-2014 par la Commission européenne et traduite début 2015 dans un Livre vert « Construire l'union de marchés de capitaux ». Si l'enjeu est directement de fluidifier la rencontre entre apporteurs et demandeurs de capitaux, il est aussi indirect : au travers de la titrisation, il s'agit de permettre le transfert au marché d'une partie des bilans bancaires qui, « rechargés », pourront alors octroyer de nouveaux crédits d'autant plus vitaux que le recours au marché ne constitue pas une alternative réaliste dans toutes les situations que rencontrent les entreprises.

- **Les Français se sont massivement détournés des instruments d'épargne qui servent au financement long des entreprises, au premier chef desquels les actions**

Les indicateurs le montrent, le taux d'épargne des Français est relativement élevé par rapport à d'autres pays. D'après Eurostat, il est de plus de 14 %, quand il n'est que de 10,1 % en moyenne dans l'Union européenne. Mais le taux d'épargne financière représente quant à lui moins de 5 % seulement.

Plus grave, selon la Banque de France, au 4^{ème} trimestre 2017, sur 4.900 Mds€ de placements financiers des ménages, seulement 24,52 %, soit 1.206 Mds€, étaient consacrés à la détention directe ou indirecte d'actions cotées et non cotées. Et si l'on exclut de ces chiffres les actions non cotées, dont la détention obéit souvent à d'autres logiques que d'épargne, le chiffre n'est plus que de 5,67 % du total, soit seulement 279 Mds€.



**Actions (et obligations longues),
instruments de marché d'un financement long**

Pour assurer son financement par le marché, toute entreprise peut y émettre deux grandes catégories d'instruments : des actions d'une part, des obligations d'autre part.

Par essence, les actions sont l'instrument privilégié du financement long car elles exposent leurs détenteurs à trois grands risques qui sont autant d'avantages pour l'entreprise qui investit pour son développement :

- La rémunération (dividende) versée à l'actionnaire est fonction des profits de l'entreprise ;
- L'action ne bénéficie d'aucune garantie de remboursement à une échéance quelconque, la seule possibilité étant sa cession sur le marché secondaire ;
- En cas de faillite, le « remboursement » des actionnaires suppose que tous les créanciers aient été désintéressés, alors que la liquidation des actifs est généralement insuffisante pour ce faire.

Les obligations, mais pour autant qu'elles soient de maturité longue, sont aussi des instruments de financement long de l'entreprise. Leurs particularités les rendent cependant moins « souples » que les actions pour l'entreprise :

- La rémunération (coupon) versée au détenteur obligataire est déterminée contractuellement d'avance, indépendamment des résultats de l'entreprise ;
- L'obligation a toujours (sauf exceptions) une échéance de remboursement, même lointaine ;
- L'obligation est toujours remboursée en priorité par rapport aux capitaux propres lorsque l'entreprise est liquidée, car ce n'est que si le produit de la vente des actifs permet de totalement rembourser les créanciers, que le surplus éventuel sera alors versé aux actionnaires.

Mais l'action comme l'obligation présente la même particularité : une fois qu'elles sont émises par l'entreprise et souscrites par des investisseurs, le financement qu'elles procurent à l'émetteur lui est définitivement acquis. Peu importe que même à court terme, tout ou partie de leurs détenteurs les revendent sur le marché secondaire : cela signifie seulement qu'il leur appartient de trouver des acquéreurs « de substitution » qui à leur place, prendront le risque sur l'entreprise émettrice.

La crise financière de 2007 a bien sûr pesé lourdement sur l'accroissement d'une tendance ancienne : le poids des actionnaires individuels dans la détention des entreprises est passé de 14 % en 2007 à 8,7 % en 2017, après avoir atteint un point bas à 7,6 % en 2016 (v. [Étude Kantar TNS](#)).

Ainsi, nos compatriotes dont l'épargne a massivement permis à la France de devenir une grande puissance industrielle, en finançant le développement de ses entreprises aux XIX^{ème} et XX^{ème} siècles, au moins jusqu'à la seconde guerre mondiale, sont aujourd'hui réputés pour leur aversion très particulière au risque comme l'a souligné en 2012 un rapport de la Cour des comptes ([L'État et le financement de l'économie](#)).

- ***L'évolution de la fiscalité de l'épargne a joué un rôle majeur dans cette évolution, seulement infléchi par la loi de finances pour 2018***

Malheureusement, jusqu'à l'année dernière, le désengagement croissant des ménages dans le financement long des entreprises n'a été aucunement combattu par la fiscalité de l'épargne. Celle-ci en effet, édictée sans perspective d'ensemble, au gré de priorités conjoncturelles, avait précédemment favorisé nettement les placements liquides et peu risqués au détriment de ceux servant le financement long des entreprises.

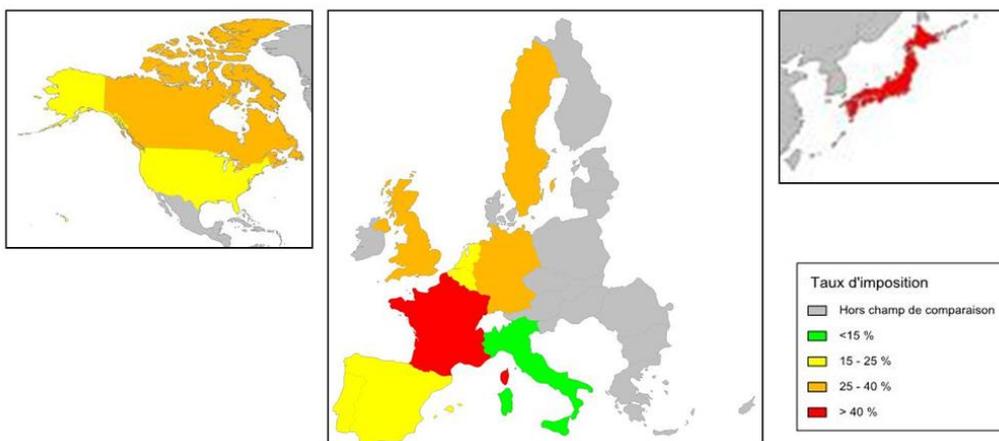
Le choix d'un « alignement » de la fiscalité des revenus du capital sur la fiscalité des revenus du travail qu'a matérialisé la loi de finances pour 2013 a d'ailleurs aggravé considérablement une situation dans laquelle le risque pris par l'épargnant n'était pas

reconnu malgré l'enjeu collectif qu'il présente. Au-delà du fait que les conséquences de l'inflation n'ont pas été prises en compte, a été notamment méconnu un taux de prélèvement sociaux sur les revenus de l'épargne représentant presque le double de celui applicable aux revenus du travail : 15,5 % pour les uns, 8 % pour les autres.

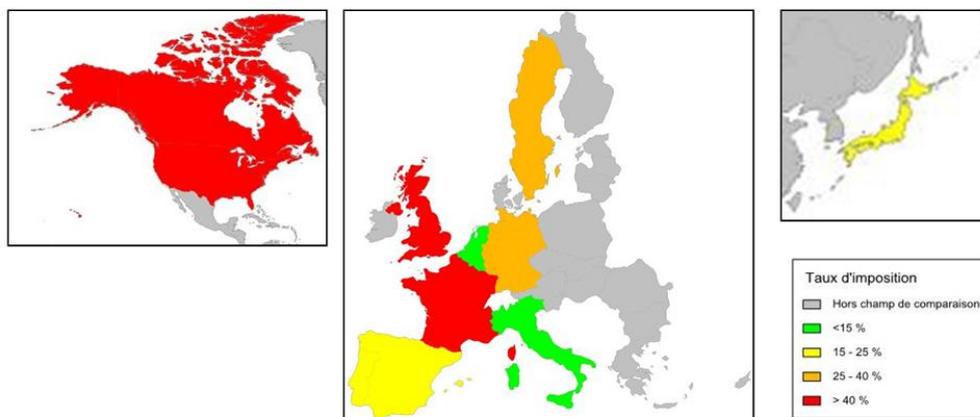
La détention directe d'actions, mais aussi désormais d'obligations, a ainsi plus que jamais continué à être la forme d'épargne la plus taxée avec un taux marginal de prélèvement sur les particuliers compris en 2013 entre 40,21 % et 58,21 %, et sans que soit pris en compte le renforcement parallèle des prélèvements d'amont sur les entreprises (IS, Taxe de 3% sur les distributions, ...). L'analyse menée alors par l'AMAFI ([AMAFI / 12-64](#)) est éclairante sur la situation de la France en matière de fiscalité de l'épargne, comparée à certains de ses homologues, notamment en Europe.

En 2013, notre pays figurait ainsi au rang des pays où la fiscalité de l'épargne était la plus élevée. Et, surtout, il était le seul à tenir ce rang sur les trois segments que sont la fiscalité des dividendes, des intérêts et des plus values.

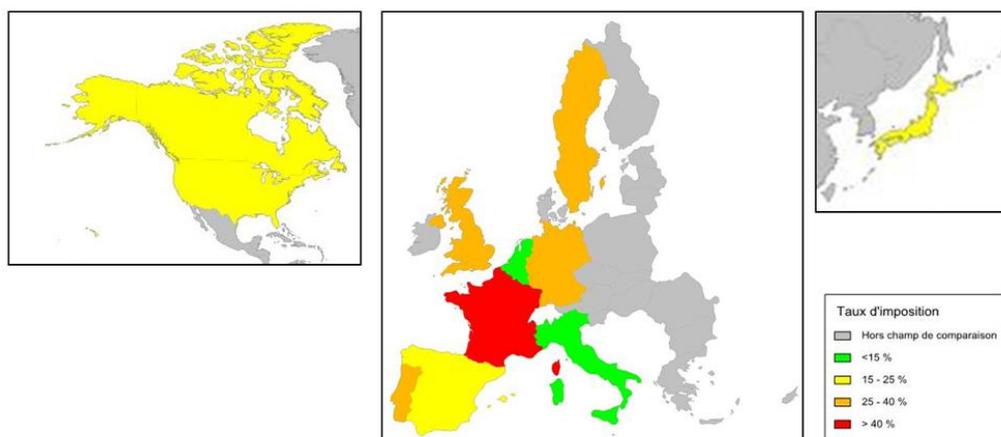
**FISCALITE DE L'EPARGNE COMPAREE
 PANORAMA INTERNATIONAL
 Carte comparative (dividendes)**



**FISCALITE DE L'EPARGNE COMPAREE
 PANORAMA INTERNATIONAL
 Carte comparative (intérêts)**

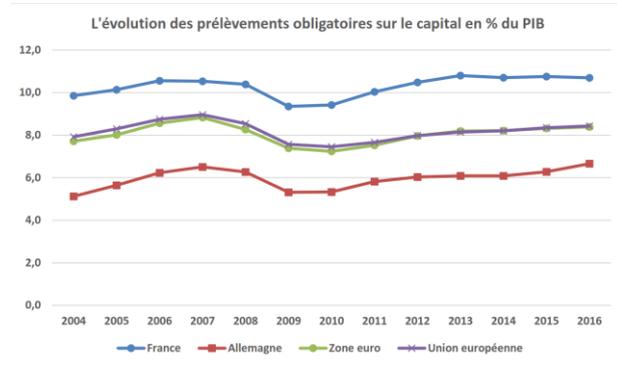


**FISCALITE DE L'EPARGNE COMPAREE
 PANORAMA INTERNATIONAL
 Carte comparative (plus-values)**

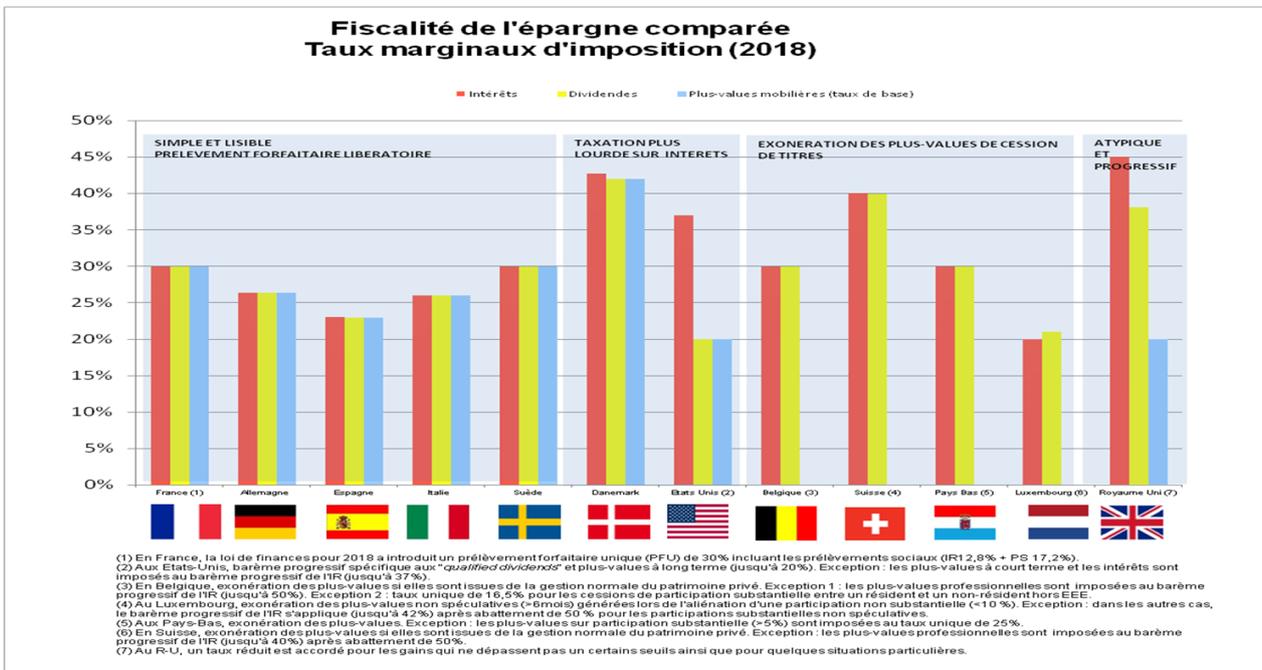


Au cours des années suivantes, cette situation ne s'est aucunement améliorée, conduisant de plus en plus nettement les Français à se détourner de cette forme d'épargne.

Ce n'est qu'en 2018 que la France a enfin abandonné son titre de pays où la fiscalité de l'épargne était l'une des plus complexes et des plus lourdes du monde. Grâce au Prélèvement Forfaitaire Unique (PFU), elle a en effet rejoint le club des pays à fiscalité de l'épargne simple et lisible en reconnaissant l'enjeu majeur que constitue une épargne investie au profit de l'investissement long des entreprises, et donc principalement en actions.



Source Commission européenne, FIPECO



Source AMAFI

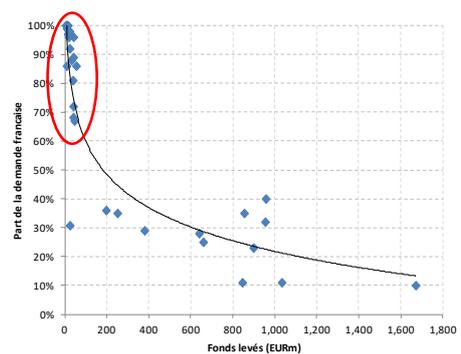
Ce ralliement ne doit toutefois pas dissimuler qu'il est effectué sur un niveau d'imposition qui reste élevé (30 %, comme en Suède) en comparaison avec ceux de différents pays voisins européens (Allemagne Italie Espagne, autour de 25 %).

- Une inflexion fiscale d'autant plus nécessaire que l'allocation de l'épargne au financement des entreprises comporte des enjeux réels

Structurer la fiscalité pour qu'elle reconnaisse la valeur de l'épargne allouée au financement long des entreprises est collectivement vital, même si les enjeux sont de différentes natures selon qu'il s'agit de PME et ETI ou des grandes entreprises.

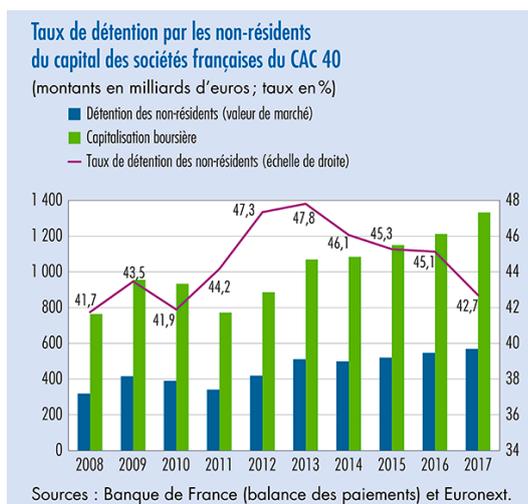
Aujourd'hui, sauf rares exceptions, plus la taille d'une entreprise est faible, plus son financement par le marché dépend de sources de proximité. Le périmètre des personnes en mesure de porter un jugement sur l'intérêt

Biais domestique à l'émission
Source des levées de fonds des sociétés françaises accompagnées par un établissement français entre 2012 et 2017



Source Société Générale

d'un éventuel investissement est en effet d'autant plus restreint que la zone de chalandise de l'entreprise, et donc sa notoriété, est géographiquement limitée. Et même les PME-ETI qui ont une taille ou une notoriété suffisante pour recourir au marché, dépendent avant tout d'une épargne domestique. L'harmonisation des cadres juridiques nationaux réalisée au sein de l'Union européenne laisse en effet toujours subsister de nombreuses différences locales qui sont autant d'obstacles à une appréciation suffisamment fine de la qualité de l'investissement ... Cette limite particulièrement puissante pour des investisseurs individuels, l'est également pour les investisseurs professionnels : les moyens à mettre en œuvre pour acquérir cette connaissance apparaissent souvent disproportionnés par rapport au rendement qu'est susceptible de produire un investissement de montant nécessairement réduit puisque corrélé à la taille de l'entreprise.



La problématique est bien sûr différente pour les grandes entreprises qui ont un accès largement ouvert aux marchés internationaux des capitaux. Ayant particulièrement réussi leur internationalisation, celles-ci figurent souvent aux premiers rangs de leur secteur d'activité quand elles n'en sont pas des leaders mondiaux. Si une large part de leur chiffre d'affaires est aujourd'hui réalisé à l'étranger, nos grandes entreprises restent cependant des maillons indispensables du tissu économique, tant par le nombre de salariés qu'elles emploient directement et indirectement en France, que des dépenses qu'elles font sur le territoire national (notamment en termes de recherche / développement) et de contribution qu'elles apportent au budget de l'État. L'enjeu est ici une question de souveraineté économique. Faut en effet de trouver suffisamment d'épargne française pour financer leur développement, nos grandes entreprises doivent se tourner vers l'épargne étrangère avec un double risque dès lors que la part relative

de celle-ci devient trop importante. D'une part, la possibilité de passer sous contrôle majoritaire de non résidents en mesure alors de peser sur les choix de localisation des entreprises concernées. D'autre part, la fragilité qu'induit une dépendance trop forte à l'égard des investisseurs étrangers : l'expérience met en effet en évidence qu'en cas de crise, les non résidents tendent à se recentrer rapidement sur des investissements mieux appréhendés, car proches de leur zone géographique, ce qui restreint concomitamment les sources de financement disponibles pour les entreprises qui n'ont pas cette proximité.

Mais la disponibilité d'une épargne nationale orientée vers le financement à long terme, c'est aussi la capacité à accompagner les entreprises aux différents stades de leur développement. Car il est essentiel d'éviter que faute de capitaux, les plus prometteuses d'entre elles ne doivent se tourner vers d'autres horizons en mesure de leur fournir les ressources nécessaires à leur croissance. C'est le renouvellement de nos champions nationaux qui est ainsi en jeu afin de faire émerger et grandir des PME pour en faire les champions de demain : les « Licornes », ces start-up non cotées en Bourse et valorisées plus d'un milliard de dollars. De ce point de vue, il est préoccupant de constater qu'en France, aucune entreprise créée depuis 1975 ne s'est hissée au sein du CAC 40 alors qu'un tiers des 40 principales entreprises US a moins de 40 ans d'existence ... Une telle situation a différentes conséquences qui ne peuvent être ignorées, notamment en termes de positionnement de notre économie sur les secteurs porteurs comme la santé ou les technologies de l'information, de faculté à tirer parti des « chocs disruptifs » comme l'ont fait depuis 10 ans les GAFAs (Google, Apple, Facebook, Amazon) puis les TUNA (Tesla, UBER, Netflix, Airbnb) ou de création de richesse collective et d'emplois dans un contexte où les valeurs GAFAs représentent une capitalisation supérieure à celle du CAC 40.

- **Reconnaître comme facteur de compétitivité la valeur de l'épargne dirigée vers le financement long et à risque des entreprises**

Pour toutes les raisons qui viennent d'être rappelées, il est essentiel que les efforts engagés par les pouvoirs publics au travers de la loi de finances pour 2018 soient durablement maintenus, sinon approfondis. Même si ce facteur est trop souvent méconnu, la compétitivité économique de nos entreprises dépend en effet notamment de leur compétitivité financière, c'est-à-dire de leur capacité à attirer des investisseurs susceptibles de leur fournir des fonds propres ou de la dette.

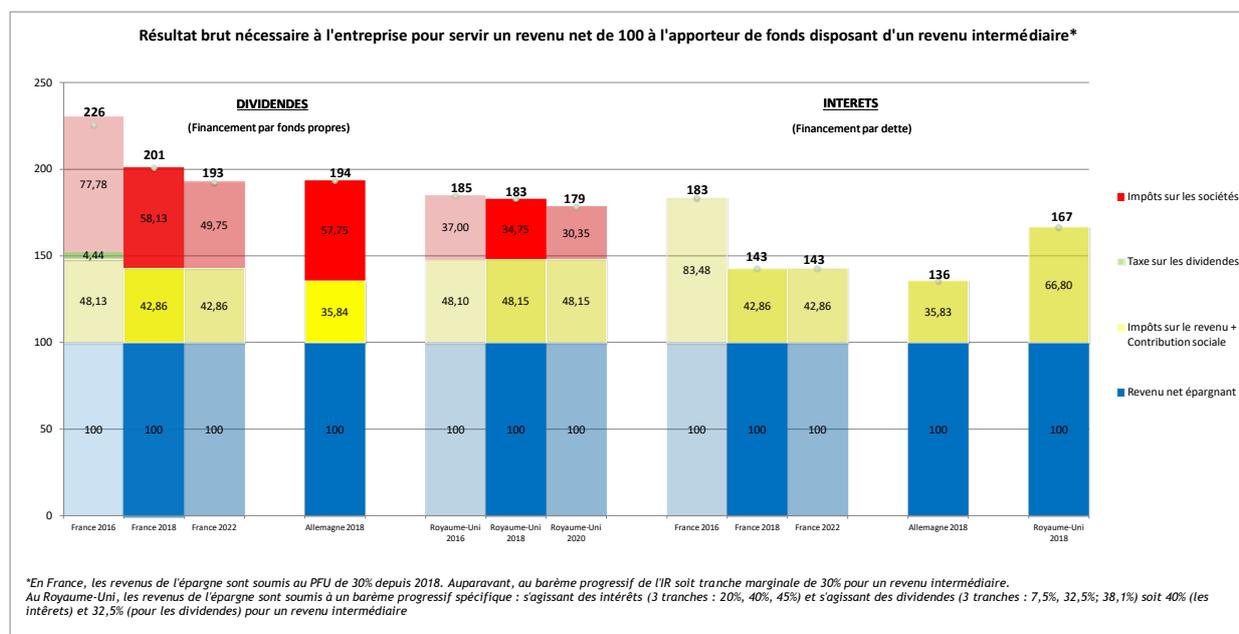
Pour cela, il est d'abord nécessaire que la structure de la fiscalité de l'épargne reconnaisse toute la valeur de l'épargne allouée au financement long à risque des entreprises. C'est ce qui a été réalisé par la loi de finances pour 2018, et complété par la loi de finances pour 2019.

Produits d'épargne	Applicable au 1er janvier 2019				Rappel 2017		
	Prélèvements sociaux	Prélèvements fiscaux	Total (1)		Total (2)		
Livret A / Livret bleu / LDDS / Livret Jeune	0%	0%	0%	0% à <10%	0%	0% à <10%	
Livret d'Epargne Populaire (LEP)	0%	0%	0%		0%		
PEL moins de 12 ans et ouverts avant le 31/12/2017	17,20%	0%	17,20%	>10% à <20%	15,50%	>10% à <20%	
CEL ouverts avant le 31/12/2017							
PEP	17,20%	0	17,20%		15,50%		
PEA de plus de 5 ans PEA PME de plus de 5 ans	17,20%	0%	17,20%		15,50%		
CPI - Compte PME Innovation (2) LFR2016	17,20%	0% IR	17,20%		15,50%		
Assurance vie > 8 ans versement < 150.000€ (en cours de primes versées après le 27/09/2017) Contrats de droit commun/en deçà de l'abattement annuel de 4.600€/9.200€	17,20%	0% IR	17,20%		15,50%		
Plus-values sur actions avant le 31/12/2017 Régime optionnel IR (3) - abattement de faveur 85% si titres détenus plus de 8 ans	17,20%	IR	20,89%	>20% à <30%	19,96%	>20% à <30%	
Assurance vie > 8 ans versement < 150.000€ (en cours de primes versées après le 27/09/2017) Contrats de droit commun/au-delà de l'abattement annuel de 4.600€/9.200€	17,20%	IR ou (sur option) PFL de 7,5%	24,70% (PFL)		23%		
Plus-values sur actions avant le 31/12/2017 Régime optionnel IR (4) : - Abattement de droit commun (65% si titres détenus plus de 8 ans) - Abattement de faveur 65% si titres détenus entre 4 et 8 ans	17,20%	IR	29,89%		28,96%	>20% à <30%	
PEA et PEA-PME + 2 ans - 5 ans (5)	PFU = 30% PS : 17,20% IR 12,80%		30% (PFU)	30%	34,50%	>30% à <50%	
PEA et PEA-PME moins de 2 ans (5)	PFU = 30% PS : 17,20% IR 12,80%		30% (PFU)		38,00%		
Dividendes sur actions	17,20%	IR	30% (PFU)		40,21%		
Plus-values sur actions	17,20%	IR	30% (PFU)		35,71%		
Assurance-vie > 8 ans d'en cours de primes versées > 150.000€ à compter du 27/09/2017	17,20%	IR	30% (PFU)		à 58,21%(1)		>50%
PEL plus de 12 ans	PFU = 30% PS : 17,20% IR 12,80%		30% (PFU)		37,00%		
PEL et CEL ouvert à compter du 1er janvier 2018	PFU = 30% PS : 17,20% IR 12,80%		30% (PFU)		39,50%		
Intérêts Livrets ordinaires - Obligations - Titres de créances	PFU = 30% PS : 17,20% IR 12,80%		30% (PFU)		39,50%		
Assurance vie entre 4 et 8 ans	PFU = 30% PS : 17,20% IR 12,80%		30% (PFU)		à 58,21%(2)		
Assurance vie moins de 4 ans	PFU = 30% PS : 17,20% IR 12,80%		30% (PFU)		30,50%		
Assurance vie moins de 4 ans	PFU = 30% PS : 17,20% IR 12,80%		30% (PFU)	50,50%			

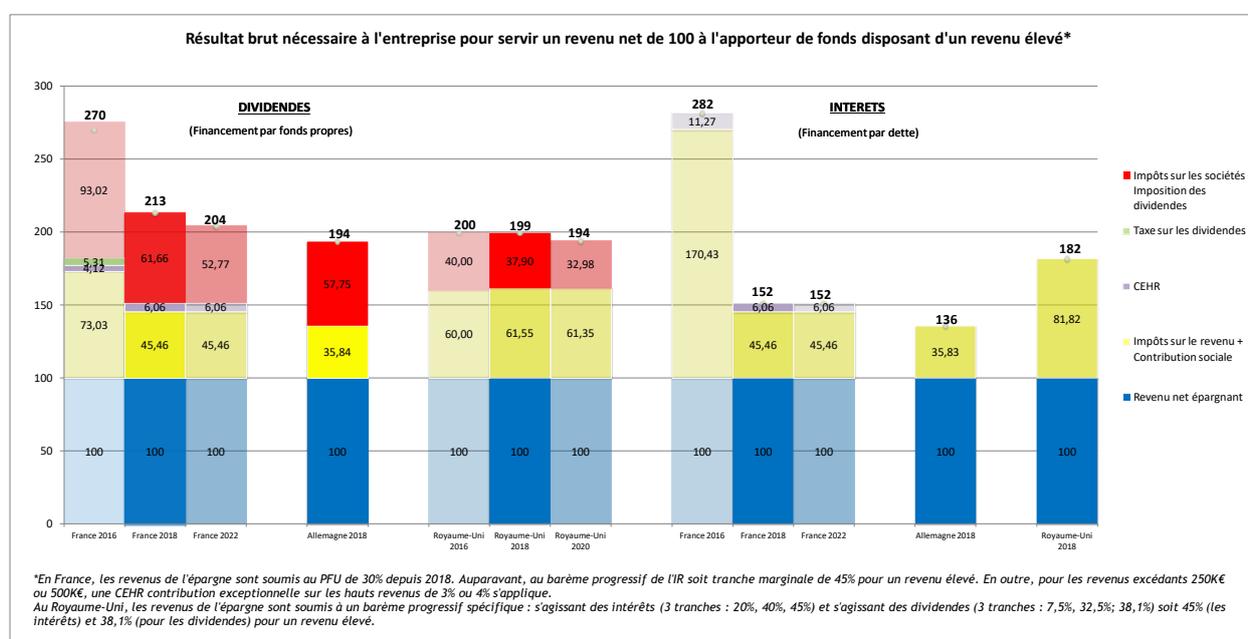
Epargne en actions
(1) Compris entre 35,70 % et 58,21 % selon la durée de détention (hors CEHR)
(2) 39,50 % (PFL prélèvement forfaitaire libératoire si intérêts < 2000 €) ou 58,20 % sur barème IR (hors CEHR)

Source [AMAFI](#)

C'est grâce aux efforts ainsi engagés qu'ont enfin été réduits les écarts de compétitivité entre entreprises françaises, allemandes et britanniques en termes de capacité d'attraction des investisseurs. Cette capacité peut en effet être illustrée en mesurant le résultat brut qu'une entreprise doit dégager pour que, compte tenu des prélèvements qui pèsent sur elle et sur ses apporteurs de capitaux, il lui soit possible de verser une rémunération identique à ces apporteurs. C'est ce qui est réalisé en prenant l'hypothèse d'un apporteur de financement d'entreprises selon qu'il dispose d'un revenu intermédiaire ou d'un revenu très élevé¹.



Source [AMAFI](#)



Source [AMAFI](#)

¹ Pour la France, il s'agit d'un foyer fiscal imposé marginalement à un taux d'IR intermédiaire de 30 % (+prélèvements sociaux) et d'un autre foyer imposé marginalement au taux d'IR le plus élevé de 45 % + 4 % Contribution Exceptionnelle sur les Hauts Revenus (CEHR) (+ prélèvements sociaux). Pour le Royaume-Uni, où la taxation des dividendes et des intérêts est progressive mais relève de barèmes spécifiques à la fiscalité de l'épargne, l'hypothèse d'un revenu intermédiaire correspond à une imposition aux taux de 40 % sur les intérêts et de 32,5 % sur les dividendes et l'hypothèse d'un revenu très élevé correspond à un taux de 45 % sur les intérêts et de 38,1 % sur les dividendes. Enfin, pour l'Allemagne, les hypothèses de revenu intermédiaire ou très élevé sont indifférentes, elles ne modifient pas le taux global de prélèvements entre le résultat brut dégagé par l'entreprise et le revenu net servi à l'apporteur de financement.

La TTF

La taxe sur les transactions financières frappe les acquisitions d'actions d'entreprises françaises cotées ayant une capitalisation supérieure à 1Md€. D'un montant de 0,3 % de la valeur de l'achat, elle est due par la personne qui devient ainsi le propriétaire des titres.

La TTF constitue ainsi une taxe additionnelle qui vient freiner l'investissement au profit des entreprises, d'autant plus critiquable qu'elle pèse sur les fonds propres des entreprises.

Certes, il est parfois considéré que cet effet est sans importance puisque la TTF ne pèse que sur les échanges secondaires, une fois que les entreprises ont levé et acquis les fonds qui leur sont nécessaires. Mais cette analyse occulte totalement les enjeux représentés par un marché secondaire actif.

Tout d'abord, pour les investisseurs, souscripteurs à l'émission, il constitue l'assurance de pouvoir trouver aisément des contreparties s'ils le souhaitent, ce qui les conduit en conséquence à diminuer la prime de risque qu'ils exigent en contrepartie des fonds qu'ils apportent, et rétroagit favorablement sur le coût d'accès au capital de l'entreprise. Ensuite, un marché secondaire actif signifie une confrontation soutenue et durable des intentions des acheteurs et des vendeurs, avec à la clé un processus de détermination du prix, sinon efficient en permanence, du moins efficace. Or, une fixation du prix efficace (c'est-à-dire tenant compte des différents déterminants de l'entreprise par rapport aux autres investissements disponibles) est primordiale : aucun émetteur ne se situe en effet dans une perspective d'un appel au marché une fois pour toute, mais bien d'appels successifs au fur et à mesure de ses besoins, au fur et à mesure de son développement. Et toute augmentation de capital par émission d'actions nouvelles prend nécessairement comme base le prix fixé sur le marché secondaire des actions existantes. Un marché secondaire actif constitue alors un atout central pour l'entreprise émettrice, en réduisant, sinon en supprimant la possibilité qu'elle soit mal valorisée par le marché, et donc que son coût d'accès au capital s'en trouve augmenté en étant contrainte, pour la même levée de fonds, d'émettre plus d'actions.

Et encore, ces éléments d'appréciation ne prennent pas en compte tous les éléments de nature fiscale qui influent sur le comportement des investisseurs, comme la taxe sur les transactions financières ou le remplacement de l'ISF par l'IFI.

Le rôle de l'ISF

Dans son « [dossier sur les prélèvements fiscaux et sociaux sur le capital investi en actions et obligations](#) » publié en avril 2018, l'ANSA met en évidence le poids de l'ISF sur le rendement du capital. Elle relève ainsi que lorsqu'il s'appliquait aux actions avant d'être transformé en IFI, compte tenu de leur rendement moyen de 3 %, l'ISF avait un effet amplificateur des prélèvements, « à la limite du confiscatoire ». En effet, pour le contribuable imposé à l'IR au taux marginal de 41%, le taux global de prélèvements se situait, ISF compris, entre 78 % et 102 % et pour celui imposé au taux marginal de 45 %, le taux global de prélèvements variait entre 80 % et 104 %. Pour l'ANSA ce rappel illustre parfaitement « *le puissant frein* » que constituait l'ISF dans la décision d'investissement dans le capital d'une entreprise de la part d'un résident français.

En conclusion, l'AMAFI souhaite souligner que dans le cadre du Grand débat national, il est essentiel de **prendre en compte les enjeux de compétitivité économique attachés à la fiscalité de l'épargne**. Il est essentiel d'en bien mesurer les conséquences en termes de capacité de nos entreprises à générer la croissance dont bénéficiera la collectivité nationale. Et l'attention doit d'ailleurs être d'autant forte que les effets des réformes menées en termes de fiscalité du capital sont loin d'avoir pu encore produire les effets qui sont attendus d'elles.

Il serait en tout état de cause désastreux de remettre en cause les objectifs poursuivis par la loi de finances pour 2018. Il faut en effet rappeler avec force qu'**une stabilité fiscale a minima est indispensable**. Cette stabilité est en effet un élément fondateur sans lequel ne peut être créée la confiance des investisseurs pour que, sur le long terme, ils s'orientent leur épargne vers le financement des entreprises.