

Stimuler fiscalement le capital à risque

Bruno Colmant

Expert-comptable – Conseil fiscal

Chargé de cours invité à la Vlerick Management School et à l'UCL

Membre du Conseil central de l'Économie et du Conseil supérieur des Finances

Depuis presque deux ans, notre pays vit dans une léthargie fiscale, comme si nos difficultés institutionnelles suspendaient les réalités économiques. Ceci rappelle un conte de George Sand, dans lequel le héros, Gribouille, se jette dans la rivière pour échapper à la pluie.

Or, ce n'est pas une pluie, mais un orage qui se prépare, dans une conjoncture récessionniste. Les effets de la mondialisation sont certes présents, mais encore restreints. Dans quelques années, l'extension planétaire du commerce sera aboutie, ne laissant que peu de protection nationale face aux exigences de la concurrence mondiale. Les vainqueurs seront les économies mobiles et adaptables. Et où sera le peloton belge dans ce plan de bataille ? Pourra-t-il désertre la conscription imposée par la guerre économique annoncée ? Et sera-t-il un guetteur résigné ou un tacticien inspiré ?

La première décennie du nouveau millénaire restera amère : le Royaume a commencé son *aggiornamento* par un effondrement économique intérieur. Près de 18 mois après l'éclatement de la crise des *subprimes*, il reste sidéré devant la tourmente mondiale qui l'a affecté. En quelques trimestres, tout a basculé. Dès juillet 2007, les premiers craquements financiers et immobiliers américains étaient audibles. Pourtant, un an plus tard, la déconfiture des banques prendra le pays par surprise.

Et puis l'orage économique mondial a éclaté. Il révèle les faiblesses inhérentes au pays, à savoir un contexte rigide qui a empêché des reconversions industrielles. Mais ce n'est pas une surprise : année après année, l'indice de compétitivité de la Belgique s'affaïsse, loin derrière l'Allemagne, le Royaume-Uni, l'Angleterre et le Luxembourg. La récente enquête de l'IMD portant sur la capacité de résistance aux

crises est d'ailleurs révélatrice : la Belgique ne sera bientôt plus dans le groupe des économies compétitives. Du reste, le *Financial Times* l'a finement remarqué : cette enquête souligne la suprématie économique des petits pays, mais pas de la Belgique.

Même la dette publique, qu'on croyait sous contrôle parce qu'amoindrie en proportion de la richesse nationale, excède à nouveau une année de PIB. L'an prochain, sans mesures correctives, le déficit budgétaire devrait dépasser 6 %. Le niveau de cette dette publique relève de la même pathologie que la fragilité de nos banques avant la crise : trop importante pour la taille du Royaume. En quelques mois, la Belgique a dû adopter la métrique que la mondialisation lui impose : celle d'un petit pays dont les ambitions doivent être remesurées à l'aune de sa taille. La crise a modifié la géographie de la richesse.

À notre estime, notre pays ne peut se permettre ni passivité ni procrastination. Il n'y aura aucune stabilisation de l'économie, car, dans ce domaine, il n'existe pas d'état stationnaire. Le processus est darwinien. La Belgique n'esquivera pas des mouvements d'une envergure importante. Elle ne pourra pas être le passager clandestin d'une croissance économique qui serait créée à son insu par les pays qui sont ses partenaires commerciaux. Elle devra inéluctablement ajuster le curseur de son système fiscal avec son degré de compétitivité mondiale.

À un moment, extrêmement proche, l'état d'apesanteur que nous connaissons aura ressorti, au mieux, à la fiction d'une économie autarcique. Or, plus que tout autre, le Royaume possède une économie ouverte et de transit. Son degré d'ouverture le rend plus vulnérable à la concurrence fiscale et sociale internationale.

Finances publiques

Il est vrai que la crise financière défie la gestion des finances publiques. Les recapitalisations bancaires, conjuguées aux plans de relance, pèseront sur l'endettement fédéral. En même temps, les chocs conjoncturels affectent le solde budgétaire. La crise déprécie les recettes fiscales et accroît les transferts sociaux (chômage, etc.). Les recettes fiscales et de sécurité sociale seront inférieures de 10 milliards d'euros aux prévisions.

L'économie belge devrait se contracter d'environ 2-3 % en 2009, voire de 4 %. Le déficit budgétaire est actuellement estimé à 3,4 % du PIB, soit 12 milliards d'euros. Ramené en proportion du budget fédéral (qui est de l'ordre du tiers du PIB), cela signifie un manque à gagner de 10 % du budget. C'est beaucoup. C'est même énorme.

Comme les autres pays européens, la Belgique pourrait donc renouer avec la saison froide de ses finances publiques, caractérisée par une lugubre séquence de déficits. Ces derniers rompent avec la rigueur qui a caractérisé l'équilibre des finances fédérales des deux dernières législatures.

Bien sûr, une crise ne se prête jamais à des surplus budgétaires. Il serait irresponsable d'exiger des équilibres budgétaires quand les trous d'air conjoncturels se transforment en décrochages. L'État doit s'adapter aux retournements de cycles. Un déficit est donc souhaitable en cas de conjoncture basse : il joue un rôle d'amortisseur naturel.

Pourtant, il ne faut pas l'oublier : l'État est un être virtuel. Ses moyens de financement trouvent leur origine dans l'impôt. L'État peut, certes, emprunter, mais l'endettement n'est jamais qu'une avance sur l'impôt. En d'autres termes, tout déficit budgétaire, initialement financé par la dette, est, un jour ou l'autre, remboursé par les recettes fiscales.

Au reste, le coût de cet endettement sera lui-même alourdi par une remontée des taux d'intérêt. Il est, en effet, probable que nous assistions à une hausse de l'inflation, entraînée par les injections de liquidités dans le système bancaire. Or l'inflation anticipée se greffe immédiatement sur les taux d'intérêt à long terme, en même temps qu'elle diminue le coût des anciens emprunts. La dette publique pourrait aussi voir son coût être alourdi par une prime de risque affectant le Royaume.

Comme la plupart des pays européens, le Royaume sera bientôt confronté à ses réalités fiscales, aggravées par un endettement qui a augmenté. L'année 2010 sera donc cruciale en termes d'orientation fiscale. Mais cette orientation ne sera pas limitée à l'an prochain, car elle conditionnera les exercices fiscaux suivants. La véritable question sera celle du modèle de société dans lequel les deux prochaines générations évolueront. Choisira-t-on la voie de l'attentisme ou celle de l'opiniâtreté ?

Attentisme ou audace ?

L'attentisme a déjà été expérimenté dans les années quatre-vingt, caractérisées par des politiques léthargiques conduisant à corriger par l'impôt les dérives des dépenses. Quatre années de dérapages budgétaires (1978-1982) ont déjà plombé l'économie pendant près de deux générations. Chez les quadragénaires, ces années gâchées renvoient à une insouciance crépusculaire, mais aussi à des aciéries devenues poussiéreuses et désaffectées.

Ou bien choisirons-nous l'audace fiscale, c'est-à-dire celle d'une voie plus exigeante, mais correspondant aux réalités de l'économie de marché, dont la crise nous a rappelé qu'elle était désormais notre cadre de référence ?

Plus concrètement, le choix posé sera le suivant : ou bien celui du repli fiscal, conduisant inmanquablement à envisager un alourdissement de l'impôt. Ou, au contraire, le pays fera le choix de la baisse de l'impôt pour restaurer sa compétitivité fiscale. Dans cette seconde orientation, qui nous semble intuitivement plus appropriée, la réflexion conduit inmanquablement à une baisse importante des charges fiscales et parafiscales affectant les entreprises.

Cette orientation peut paraître incongrue en pleine tempête conjoncturelle alors qu'elle risque de dégrader les finances publiques, déjà mises à mal par la crise. Nous le croyons car il importe d'investir dans l'avenir. Elle est aussi confortée par le fait qu'une petite géographie, comme celle de la Belgique, doit donc maintenir son attractivité fiscale. La situation cartographique du pays correspond à une économie de transit. La fiscalité doit donc contribuer à l'adhérence géographique des investissements. Ceci justifie les allègements de l'impôt et des charges sur le travail, qui constituent un puissant stimulant aux investissements productifs. En d'autres termes, une baisse des charges fiscales et

parafiscales se traduit en des recettes démultipliées sous la forme d'investissements et de différents effets retours.

Concrètement, nous suggérons de poursuivre les baisses de charges et de précompte déjà décidées par le gouvernement fédéral (en matière de recherche, de travail en équipe, etc.) et favorablement accueillies par les milieux industriels. On pourrait aussi imaginer un élargissement des intérêts notionnels si l'entreprise procède à des investissements productifs créateurs d'emplois. D'autres réflexions peuvent s'inscrire dans cette orientation : taux réduits à l'ISOC dans l'hypothèse d'une mise en réserve de résultats affectés à des investissements productifs, introduction de mesures destinées à alléger l'imposition des entreprises en cas de tensions inflationnistes, etc.

Certains commentateurs s'interrogeront sur le bien-fondé d'un allègement fiscal d'une telle envergure. D'aucuns diront que beaucoup a déjà été fait, à travers, par exemple, les intérêts notionnels. Mais l'important est que ces révolutions fiscales ne soient pas, au sens étymologique, un retour au point de départ, c'est-à-dire le prélude à des compensations taxatoires qui en gommeraient l'effet bénéfique.

Promotion du capital à risque

Dans cette perspective, il faut continuer à promouvoir le capital à risque. Certes, il peut paraître incongru de promouvoir l'investissement en actions après un krach et l'idée doit certainement faire son chemin. Mais s'il est un message que la crise financière a formulé, c'est la nécessité de la stabilité des entreprises par rapport aux chocs des marchés. Or il existe un moyen de répondre à ces chocs : c'est l'existence de capitaux propres suffisants ou, plus généralement, de capitaux à risque. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle les pouvoirs publics ont dû intervenir dans les sauvetages bancaires.

Du reste, c'est justement lorsqu'une crise bancaire contracte le crédit que les apports de capitaux propres doivent jouer un rôle de force de rappel. Une entreprise ne peut être menée à bien sur la base du seul endettement. Certains doivent donc prendre des risques : ce sont les actionnaires. Et l'actionnaire n'est pas un spéculateur : c'est d'abord un investisseur, qui associe son épargne à un projet risqué.

Or, depuis 30 ans, le capital à risque est l'orphelin du financement de l'économie belge. Sur le plan macro-économique, les chiffres sont stupéfiants. Sur une période de 15 ans, moins de 5 % de l'épargne des particuliers s'est orientée vers l'investissement direct en actions. Cette précarisation du capital à risque est telle que les pouvoirs publics doivent eux-mêmes stimuler la capitalisation des entreprises.

Il n'y aura aucune stabilisation de l'économie, car, dans ce domaine, il n'existe pas d'état stationnaire

Sur le plan fiscal, la pénalisation du capital à risque est encore plus cinglante. Malgré le remarquable apport des intérêts notionnels, les dividendes restent fiscalement défavorisés par rapport aux intérêts des dettes. Le précompte mobilier est plus lourd pour les dividendes que pour les intérêts. Une fiscalité d'entrepreneuriat devrait taxer plus légèrement les actions que les placements sans risque. Or, au lieu de la stimuler, la fiscalité pénalise la prise de risque.

Un rapport du Conseil supérieur des Finances (CSF) de 2007¹ examine cette problématique. Inopportunément publié lors des dernières élections fédérales, il est passé inaperçu. Pourtant, ses observations sont inquiétantes sous deux axes.

Le premier axe concerne la manière dont les particuliers ont investi leur épargne mobilière. Le CSF a examiné la ventilation de la formation d'actifs financiers (d'origine belge ou étrangère) pendant la période 1992-2005, c'est-à-dire une période de 13 ans. Cette analyse révèle une affectation essentielle de l'épargne des ménages dans des produits peu risqués, à savoir des dépôts bancaires et des produits d'assurance. La quote-part de la souscription directe d'actions

¹ Conseil supérieur des Finances (section fiscalité et parafiscalité), *Taxation du travail, emploi et compétitivité*, août 2007.

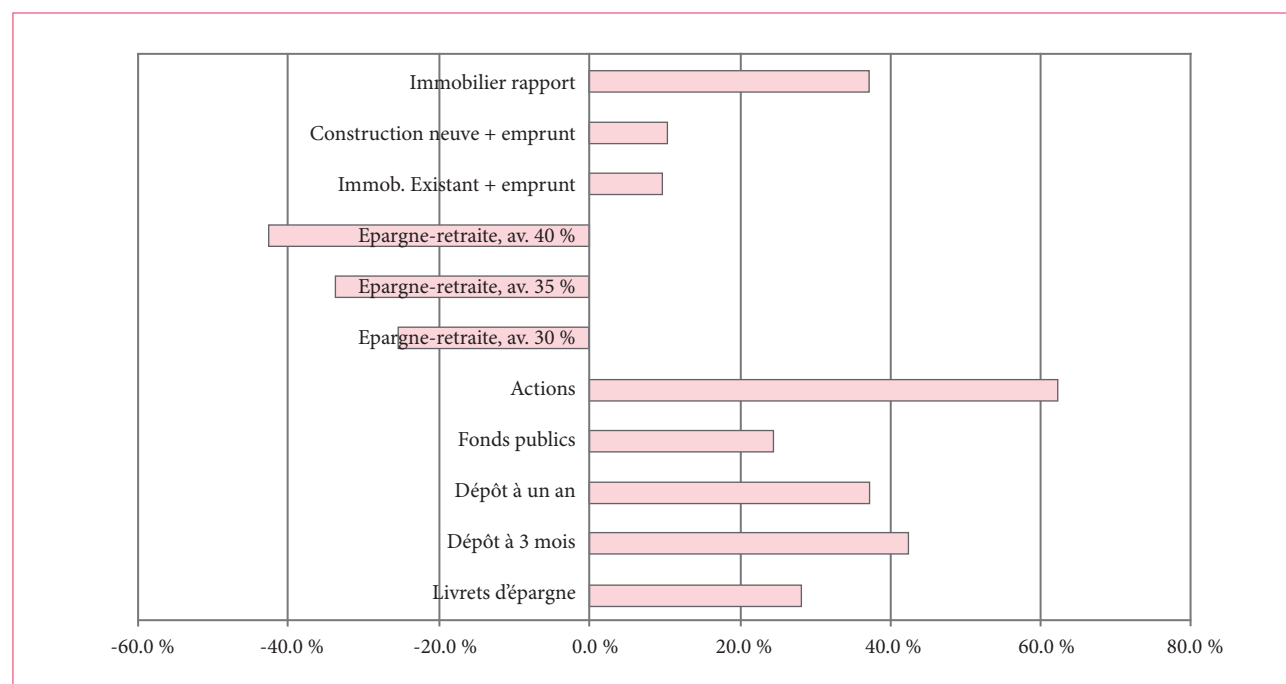
dans cette formation d'épargne est extrêmement faible, puisqu'elle représente, hors SICAV, 3 % des actifs financiers. Ce pourcentage est anormalement bas.

Par ailleurs, le CSF a calculé la charge fiscale affectant divers produits d'épargne. Le calcul a été effectué sous l'hypothèse de taux d'intérêt et de taux d'inflation stables sur un horizon long.

Diverses hypothèses ont été considérées pour des produits d'épargne spécifiques. Les carnets d'épargne sont considérés comme exonérés d'impôt, mais prennent en considération

une taxation indirecte représentant leur taux d'intérêt bas. Pour les dépôts à terme et les fonds publics, l'imposition effective est calculée sur la base du précompte mobilier. Pour les dividendes, la taxation prend en considération l'impôt des sociétés et le précompte mobilier sur dividendes (15 %), en supposant une répartition du rendement 50/50 entre dividendes et plus-values provenant de la capitalisation des bénéfices réservés.

Les résultats de ces calculs (qui sont des taux d'imposition effectifs, tenant compte de l'inflation) sont synthétisés dans le graphique ci-joint.



L'étude du CSF souffre probablement de faiblesses méthodologiques. Pourtant, son enseignement interpelle : les actions constituent de loin l'instrument d'épargne le plus risqué mais sont celui le plus imposé, même après avoir pris en considération l'exonération des plus-values. En d'autres termes, le produit d'épargne qui accepte de subir les plus grands aléas de rendement est celui le plus taxé. Ce devrait, en bonne logique, être exactement le contraire dans une économie au sein de laquelle on souhaite stimuler l'entrepreneuriat.

La combinaison de la formation d'épargne et de son taux d'imposition conduit d'ailleurs à la conclusion suivante : alors que la Belgique est le pays dont le taux d'épargne des ménages est un des plus élevés du monde et qu'on pourrait donc s'attendre à une affectation de cette épargne en actions, ce poste est à la fois un des moins prisés et un des plus imposés. La fiscalité devrait être incitative et promouvoir la prise de risque. Pourtant, elle frappe plus lourdement les actions, c'est-à-dire le capital à risque.

Taxation de la prime de risque

La déduction des intérêts notionnels, qui est applicable depuis l'année 2006 aux sociétés belges, constitue, dans ses principes et sa forme, la réforme la plus fondamentale de l'impôt des sociétés depuis quatre décennies.

Cette mesure permet de défalquer de la base de l'impôt des sociétés une fraction des capitaux propres. Concrètement, cela signifie que fiscalement, le rendement des capitaux propres est éclaté en deux composantes. Une première composante est assimilée fiscalement à une charge d'intérêt « notionnelle », conduisant à une déduction fiscale de 3,8 % du montant des capitaux propres. Le complément du rendement des capitaux propres constitue la valeur ajoutée actionnariale et reste soumis à l'impôt des sociétés. La déduction des intérêts notionnels conduit à une baisse nominale nette de l'impôt des sociétés de 3,8 %, fois le taux d'impôt (34 %), soit environ 1,3 % du montant des capitaux propres.

Comme la plupart des pays européens, le Royaume sera bientôt confronté à ses réalités fiscales, aggravées par un endettement qui a augmenté

Mais il y a plus important : cette déduction atténue le phénomène de double imposition économique des dividendes. Ceux-ci sont, en effet, atteints par l'impôt des sociétés avant de subir l'impôt des personnes physiques. Ce dernier se limite généralement, pour les contribuables belges personnes physiques, au précompte mobilier libératoire. En conséquence, la charge fiscale qui affecte un dividende s'élève à 34 % (impôt des sociétés), plus 15 %/25 % (précompte mobilier) du montant disponible, soit 50,5 %. Nous retenons un précompte mobilier de 25 % pour les actions dans les raisonnements qui suivent.

Attention, cependant : les intérêts notionnels atténuent mais n'escamotent pas la double imposition. La pression fiscale reste plus lourde pour les dividendes que pour les intérêts. Ces derniers sont, en effet, favorisés à double titre. Les intérêts des dettes d'une entreprise sont déductibles de l'impôt des sociétés (contrairement aux dividendes et aux mises en réserve). De plus, le précompte mobilier qui frappe les intérêts, lui aussi libératoire, est appliqué au taux de 15 %, alors que les dividendes subissent un prélèvement de précompte de 25 %.

Au reste, il serait incohérent de revendiquer une taxation identique à l'impôt des sociétés pour les intérêts et pour les dividendes, sauf à abandonner l'idée d'une taxation des entreprises. En effet, les dividendes représentent le produit d'une activité professionnelle déléguée à un tiers (l'entreprise) et, en conséquence, il convient de respecter une harmonie de taxation applicable à un revenu professionnel et à un dividende. Il faut rappeler, à cet égard, qu'une entreprise n'existe pas pour elle-même, car elle constitue un être économiquement abstrait. Ce n'est donc pas pour elle-même que la société fait un bénéfice, mais pour ses actionnaires, qui sont, *in fine*, toujours des personnes physiques.

Au-delà de cette constatation, il convient d'examiner dans quelle mesure la déduction des intérêts notionnels a modéré, dans le chef d'un actionnaire personne physique, le phénomène de double imposition.

Pour illustrer cette réalité, nous nous référons à la théorie financière, qui fragmente un dividende comme la somme de deux composantes, à savoir, d'une part, le prix du temps (correspondant au taux d'intérêt sans risque des OLO) et, d'autre part, une prime de risque.

À titre illustratif, nous éclatons un rendement, avant tout impôt, de 8 % sur des capitaux propres en, d'une part, une rémunération obligataire de 3,78 % (soit exactement le taux des intérêts notionnels applicable aux grandes entreprises) et, d'autre part, une prime de risque de 4,22 %, afin que le rendement de l'actionnaire s'établisse (par facilité) à 8 % avant tout impôt. Nous supposons que ce rendement de 8 % est exclusivement obtenu sous la forme de dividendes, alors que, dans la pratique, ce rendement est obtenu, pour partie, sous la forme de plus-values. Cette simplification n'altère pas nos conclusions générales.

Table 1. Décomposition de la taxation d'un dividende sans déduction d'intérêts notionnels

	Dividende	Dividende décomposé en	
		Prime de risque	Intérêt sans risque
Montant brut	8,00 %	4,22 %	3,78 %
Impôt des sociétés	-2,72 %	-2,72 %	0,00 %
Précompte mobilier	-1,32 %	-0,75 %	-0,57 %
Montant net disponible	3,96 %	0,75 %	3,21 %
Prélèvement fiscal total (en %)	50 %	82 %	15 %

Table 2. Décomposition de la taxation d'un dividende avec déduction d'intérêts notionnels

	Dividende	Dividende décomposé en	
		Prime de risque	Intérêt sans risque
Montant brut	8,00 %	4,22 %	3,78 %
Impôt des sociétés	-1,43 %	-1,43 %	0,00 %
Précompte mobilier (25 % ou 15 %)	-1,64 %	-1,07 %	-0,57 %
Montant net disponible	4,93 %	1,72 %	3,21 %
Prélèvement fiscal total (en %)	38 %	59 %	15 %

Dans le tableau 1, un rendement brut de 8 % sur capitaux propres se traduit, après tous impôts, en un dividende net de 3,96 %. Ce même rendement net peut lui-même se décomposer en un rendement obligataire (déductible de l'impôt des sociétés et soumis à un précompte mobilier de 15 %) de 3,21 % et une prime de risque nette de 3,96 % moins 3,21 %, soit 0,75 %. Ce montant net de la prime de risque doit être mis en rapport avec son montant brut, soit 4,22 %. Il en résulte une taxation globale de la prime de risque de l'ordre de 82 %. En d'autres termes, le niveau de taxation de la rémunération du risque associé au capital est de 82 %.

Le tableau 2 utilise les mêmes données, mais prend en considération la déduction des intérêts notionnels. Cette dernière atténue les prélèvements de l'impôt des sociétés et du précompte mobilier. Elle conduit à une taxation de la prime de risque de 59 %. On constate donc que la déduction des intérêts notionnels rapproche significativement la taxation de la prime de risque du niveau de taxation des revenus professionnels.

L'exemple permet donc de conclure que la déduction des intérêts notionnels a atténué le phénomène de double imposition. Il n'empêche que la taxation des dividendes reste extrêmement lourde et obère la mise de capital à risque.

Défiace politique

Pourquoi le Royaume a-t-il développé une telle défiace par rapport au capital à risque ?

Revisiter l'histoire de la fiscalité du pays est un exercice facile et complexe à la fois. Facile, car le droit fiscal est suffisamment documenté pour en décoder l'architecture juridique. Pourtant, la démarche est complexe, car la fiscalité s'inscrit d'abord dans l'économie et dans la politique. Ses repères sont donc contingents aux contraintes conjoncturelles et aux orientations que nos gouvernants ont voulu imprimer.

La mission des fiscalistes n'est, bien sûr, aucunement de dicter les orientations économiques aux décideurs politi-

ques. Ces derniers sont seuls à posséder la légitimité des décisions. Chaque citoyen doit d'ailleurs s'y conformer, le droit fiscal étant d'ordre public. Pourtant, il convient de s'interroger sur une problématique incontournable : comment le Royaume en est-il arrivé à mettre en œuvre une des fiscalités les plus lourdes d'Europe, tant pour les revenus du capital que du travail ? Intuitivement, notre pays aurait dû, comme le Grand-Duché de Luxembourg, faire de la fiscalité un outil de compétitivité et d'attractivité économique.

De nombreuses raisons expliquent cette dissonance. Pourtant, à notre intuition, il y a un facteur qui prédomine, tant il a, de manière décisive, conditionné l'économie du pays pendant un tiers de siècle. Il s'agit de l'interprétation de la conjoncture commise par les gouvernants des années septante, plus précisément pendant les années 1977 à 1981. En bonne intelligence (et supportés par l'ensemble des économistes), les gouvernants de cette époque considérèrent les crises du pétrole comme un phénomène circonstanciel et non, structurel. Malheureusement, le prix de l'énergie masqua une réalité qui apparaît aujourd'hui, avec le recul du temps, éclatante : la mutation d'une économie manufacturière vers une économie de services, c'est-à-dire le déplacement partiel de l'économie du pays du secteur secondaire vers le secteur tertiaire.

Ceci étant, personne n'aurait pu appréhender la profondeur des mutations de l'économie et nos gouvernants ont collectivement tenté de répondre de manière optimale à des situations inédites. Il fallait, par exemple, répondre à un accroissement exponentiel du chômage. L'hiatus était compréhensible, car les économies occidentales avaient traversé, pendant près de 30 ans, une période de croissance ininterrompue, correspondant à la reprise économique d'après-guerre.

Nos gouvernants choisirent de mettre en œuvre une politique budgétaire keynésienne, caractérisée par des dépenses publiques importantes destinées à stimuler l'activité économique. Le scénario économique était – il est vrai – inconnu : la stagflation, c'est-à-dire une combinaison de stagnation et d'inflation. Malheureusement, la réponse keynésienne fut inadaptée : elle alimenta l'inflation sans extirper la stagnation.

Au lieu de stimuler l'activité économique, les politiques de dépenses publiques des années septante entraînèrent le pays dans un désordre économique sans précédent. Elles conduisirent à des déficits budgétaires à deux chiffres, à un endettement public qui culmina à 130 % du PIB, à une inflation hors de contrôle et à des dévaluations successives. À partir d'un certain seuil, la dynamique financière conduisit au fameux effet « boule de neige », c'est-à-dire l'accroissement exponentiel de la dette.

Face à une solvabilité ébranlée, les pouvoirs publics n'eurent d'autre choix que de financer ces déficits budgétaires par un appel massif à l'emprunt. Ces emprunts furent, pour partie, placés à l'étranger, mais dans une mesure réduite, car la gestion de l'État belge ne suscitait ni enthousiasme ni conviction de solvabilité.

Le choix obligé fut donc de faire appel à l'épargne nationale, par des émissions d'emprunts à répétition. Le volume de ces derniers fut tel qu'il assécha le marché des capitaux au détriment des investissements productifs, c'est-à-dire du capital à risque. La Bourse de Bruxelles fut d'ailleurs, à l'époque, désertée. Ce phénomène, qualifié de *squeeze-out* dans la terminologie économique anglo-saxonne, entraîna deux conséquences sérieuses.

Tout d'abord, le taux d'intérêt des emprunts de l'État belge dut être majoré d'une prime (afin de couvrir les risques de dépréciation du franc belge et le risque de solvabilité inhérent à l'État belge), au détriment global des pouvoirs publics. Ensuite, le rendement du capital à risque, déjà écorné par les poussées inflationnistes et une fiscalité lourde, ne fut plus suffisamment attractif en comparaison des placements sans risque.

Les besoins d'emprunts de l'État furent d'ailleurs tels qu'il fut forcé d'octroyer des avantages particuliers, comme un précompte mobilier réduit, aux emprunts d'État. Des emprunts à avantages fiscaux particuliers, tel le mémorable emprunt 81-91, furent nécessaires. Ces décisions fiscales paraissent, de nos jours, anodines. Elles entraînèrent pourtant des conséquences en spirale : c'est bien la nécessité d'avantager fiscalement la souscription des emprunts d'État qui conduisit à pénaliser la fiscalité des revenus d'actions.

Concomitamment, les pouvoirs publics décidèrent d'augmenter les impôts, en poussant les feux fiscaux jusqu'à des seuils confiscatoires. L'impôt des sociétés, par exemple, approcha le niveau fatidique de 50 %. Ceci fut mis en œuvre sans compter que l'impôt taxait déjà l'inflation (elle-même alimentée par le déficit budgétaire), c'est-à-dire le maintien des capacités de production. La fiscalité excessive a anémié l'économie. Elle l'a même, peut-être, tirée en arrière. La Belgique répondit de manière introvertie à la crise économique, en privilégiant la répartition collective au détriment de la prise de risque.

Mesures des années quatre-vingt

Différentes mesures imaginées par le sénateur Étienne Cooremans, comme les actions AFV et les souscriptions Monory-De Clercq, habilement mises en œuvre en 1982-1983, pallièrent cette situation. Une bonification fiscale fut allouée aux nouvelles souscriptions d'actions, dont la contrepartie devait être affectée à certains investissements productifs.

Les mesures des années 1982-1983 suscitèrent, en 21 mois, des augmentations de capital à risque pour un montant estimé à plus de 8 milliards d'euros, dont plus de 2 milliards d'euros par des sociétés cotées en Bourse de Bruxelles. Elles n'avaient qu'un tort : leur caractère temporaire, bien que, dès 1984, le gouvernement eût promis d'introduire, dans la législation fiscale, un statut définitif pour le capital à risque.

Près de 20 ans plus tard, la déduction des intérêts notionnels constitua l'aboutissement des actions AFV. Mais, aujourd'hui, des relais fiscaux doivent être envisagés. En effet, l'argent public injecté dans certaines banques et dans des plans de relance ne sera jamais un relais naturel du capital à risque. Le temps est sans doute venu d'imaginer des solutions nouvelles.

Cela conduira immanquablement à poursuivre l'idée de transformer la Belgique en une zone d'attrait pour les investissements étrangers. Mais on ne peut en même temps rem-

boursier une dette publique gigantesque et baisser tous les impôts. Il faut placer des priorités. Dans cette perspective, faire du pays une zone franche en matière d'impôt des sociétés devrait être étudié. Il faut aussi investir massivement dans l'éducation et dans la formation professionnelle. Cela s'inscrirait dans la typologie d'une économie de transit, tant géographique que logistique.

Depuis 30 ans, le capital à risque est l'orphelin du financement de l'économie belge

Taxation des plus-values

Incidemment, il n'est pas exclu que l'idée d'une taxation des revenus du capital et des plus-values mobilières soit soulevée dans les prochains mois.

Les renforts politiques ne manqueront pas : ne sont-ce pas, pour certains, les errances spéculatives qui ont fragilisé le secteur bancaire ? De surcroît, l'OCDE vient de recommander à la Belgique de limiter les exonérations fiscales relatives à l'épargne à long terme. D'aucuns revendiqueront une taxation des plus-values sur actions. Or cette piste serait extrêmement dommageable. Voici pourquoi.

Une entreprise n'existe pas pour elle-même : elle constitue un être économiquement abstrait, malgré sa personnalité juridique distincte. Elle fait des bénéfices pour ses actionnaires, qui sont, *in fine*, toujours des personnes physiques. Et les bénéfices sont doublement taxés. Ils sont atteints par l'impôt des sociétés avant de subir l'impôt des personnes physiques, c'est-à-dire le précompte mobilier, lors du paiement des dividendes.

Le législateur de 1962 avait affirmé, dans le sillage de la réforme fiscale de 1919, l'exonération (sauf exceptions) des plus-values sur actions. Pourquoi ? Parce que la vente d'une action n'altère pas le patrimoine collectif d'une entreprise, mais transfère la quote-part de sa propriété vers un autre actionnaire. En d'autres termes, la réalisation d'une plus-value ne crée pas de nouvelle matière imposable, mais déplace cette matière imposable latéralement, de manière intacte, d'un actionnaire vers un autre. De plus, les plus-values sur des actions constituent souvent des bénéfices passés ou futurs de l'entreprise. Ces bénéfices ont été ou seront eux-mêmes frappés de l'impôt des sociétés. Taxer les plus-values créerait donc une double imposition.

Pour illustrer ce phénomène, nous prenons un cas extrêmement simple, en supposant que le taux de rendement exigé d'une action reste stable à 5 %. Nous supposons également que le taux de précompte mobilier et celui d'une éventuelle taxation des plus-values s'établissent à 25 %.

Une action génère un dividende stable et perpétuel de 10. Sur la base des mathématiques financières, la valeur de l'action s'établit à 200 (qui se déterminent comme le dividende de 10 divisé par le taux de rendement de 5 %). Chaque année, le détenteur de l'action va s'acquitter d'un précompte mobilier de 25 % appliqué au dividende de 10, soit 2,5.

Supposons que soudainement, le dividende s'établisse à 12. La valeur de l'action s'ajuste immédiatement à 240 (soit 12 divisés par 5 %). Le détenteur de l'action décide alors de céder son titre pour encaisser une plus-value, qui s'établit à 40 (soit 240 moins 200). Dans l'hypothèse d'une taxation de cette dernière à 25 %, cela correspond à un impôt de 25 % de 40, soit 10.

L'acheteur de l'action va désormais encaisser en théorie un dividende de 12. Sur ce dividende de 12, il s'acquittera d'un précompte mobilier de 25 %, soit 3. Par rapport au détenteur précédent, le prélèvement fiscal sur le dividende est passé de 2,5 à 3, soit une augmentation annuelle de 0,5.

Et quelle est la valeur actualisée (c'est-à-dire ramenée cumulativement au temps présent) de ces 0,5 ? C'est exactement 10, soit 0,5 divisé par 5 %, c'est-à-dire le montant de la taxation de la plus-value supportée par le vendeur. En d'autres termes, l'acheteur paiera une nouvelle fois l'impôt sur la plus-value. Cet impôt ne sera pas acquitté en une fois, comme pour le vendeur, mais de manière étalée dans le temps. Taxer les plus-values induirait une irréfutable double imposition chronologique.

Ensuite, d'autres interrogations élémentaires se présentent : un impôt sur les plus-values conduirait-il à imposer celles qui sont réalisées ou celles qui sont simplement exprimées ? Quel serait donc le fait générateur de l'impôt : l'aliénation du titre ou la constatation nominale de la plus-value ? Les moins-values seraient-elles déductibles ? Et si oui, selon quelle métrique ? Qui tiendrait la comptabilité de ces plus et moins-values ? Qu'en est-il des titres non cotés et du cas des titres de sociétés étrangères ? Quand placer la date de démarrage du système, puisqu'il faut déterminer un montant à partir duquel les moins et plus-values seraient calculées ?

En conclusion, l'exonération des plus-values sur actions reste un fondement cohérent de notre droit fiscal. *A contrario*, leur taxation entraînerait une paupérisation du capital à risque d'autant plus profonde que la Belgique est une économie très ouverte.

Conclusion

À cet égard, il faut rappeler que si la fiscalité relève de l'ordre juridique, ses fondements sont économiques. L'impôt est, en effet, un outil de la politique budgétaire du gouvernement. Dans cette perspective, il a, de manière choisie ou incidente, des conséquences sur les actes posés par les contribuables. C'est, en particulier, le cas de l'affectation d'épargne, c'est-à-dire des véhicules dans lesquels l'épargne des ménages belges est orientée.

Cette perspective est d'autant plus cruciale que l'impôt belge des personnes physiques taxe la formation d'épargne.

Si l'entrée de la Belgique dans la zone euro fut « disciplinante », elle a, en même temps, accentué la nécessité d'une compétitivité accrue. Les efforts consécutifs des gouvernements Dehaene-Maystadt et surtout Verhofstadt-Reynders conduisirent à un rétablissement spectaculaire de l'économie du pays, dont l'équilibre budgétaire a été atteint de 1999 à 2006 et dont le ratio « dette publique/PIB » a décliné de manière impressionnante. La rigueur budgétaire conduisit à une amélioration du *rating* de la dette belge. Les intérêts notionnels, précédés de la DLU, constituèrent des mesures fiscales visionnaires, dont la promotion internationale a été remarquablement accueillie.

Mais l'important est que ces révolutions fiscales ne soient pas, au sens étymologique, un retour au point de départ, c'est-à-dire le prélude à des compensations taxatoires qui engendreraient l'effet bénéfique, d'autant qu'un nouveau scénario de stagflation est annoncé par certains économistes.

La fiscalité est, dans cette perspective, un facteur essentiel de redistribution sociale. Elle reflète une certaine vision de la communauté. Mais ses excès peuvent inhiber, voire stériliser, l'entreprise humaine. Des impôts trop lourds conduisent inmanquablement au dirigisme économique. Une fis-

calité outrancière absorbe l'énergie dans l'État et use ses agents économiques. Elle ligote le progrès. Elle rend l'économie administrative et refoule l'envie de prise de risque. Le vrai contrat social de la fiscalité, c'est celui de l'aptitude à la prise de risque. Elle exige donc une confiance dans l'économie de marché.

Nous traversons un choc de modèle, à savoir l'immersion dans l'économie de marché globalisée. Il faut donc éviter de juxtaposer des solutions conjoncturelles à des glissements structurels. Dans les prochains mois, le choix fiscal devra être rationnel et intuitif, et non pas idéologique. L'économie de marché ne s'embarrasse d'ailleurs plus de grands postulats. Elle s'articule de manière inductive et empirique autour de réalités marchandes.

En même temps, c'est une opportunité extraordinaire pour notre Royaume. Son ouverture, combinée à une économie adaptable, constitue un remarquable atout dans une géographie concurrentielle qui se désenclave. La productivité belge est excellente, sa diversité industrielle est remarquable et ses accès logistiques sont de première qualité. C'est sur cette ouverture qu'il faut tabler pour définir des avantages concurrentiels en matière fiscale. Comment ? C'est très simple : en déployant des moyens fiscaux pour permettre au capital étranger de se sédimenter en Belgique. La décision par abstention ne nous sera pas autorisée. ●