



Études de politique fiscale de l'OCDE

L'imposition des gains en capital des personnes physiques

ENJEUX ET MÉTHODES

Études de politique fiscale de l'OCDE

L'imposition des gains en capital des personnes physiques

ENJEUX ET MÉTHODES

N° 14



ORGANISATION DE COOPÉRATION ET DE DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUES

ORGANISATION DE COOPÉRATION ET DE DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUES

L'OCDE est un forum unique en son genre où les gouvernements de 30 démocraties œuvrent ensemble pour relever les défis économiques, sociaux et environnementaux que pose la mondialisation. L'OCDE est aussi à l'avant-garde des efforts entrepris pour comprendre les évolutions du monde actuel et les préoccupations qu'elles font naître. Elle aide les gouvernements à faire face à des situations nouvelles en examinant des thèmes tels que le gouvernement d'entreprise, l'économie de l'information et les défis posés par le vieillissement de la population. L'Organisation offre aux gouvernements un cadre leur permettant de comparer leurs expériences en matière de politiques, de chercher des réponses à des problèmes communs, d'identifier les bonnes pratiques et de travailler à la coordination des politiques nationales et internationales.

Les pays membres de l'OCDE sont : l'Allemagne, l'Australie, l'Autriche, la Belgique, le Canada, la Corée, le Danemark, l'Espagne, les États-Unis, la Finlande, la France, la Grèce, la Hongrie, l'Irlande, l'Islande, l'Italie, le Japon, le Luxembourg, le Mexique, la Norvège, la Nouvelle-Zélande, les Pays-Bas, la Pologne, le Portugal, la République slovaque, la République tchèque, le Royaume-Uni, la Suède, la Suisse et la Turquie. La Commission des Communautés européennes participe aux travaux de l'OCDE.

Les Éditions OCDE assurent une large diffusion aux travaux de l'Organisation. Ces derniers comprennent les résultats de l'activité de collecte de statistiques, les travaux de recherche menés sur des questions économiques, sociales et environnementales, ainsi que les conventions, les principes directeurs et les modèles développés par les pays membres.

Cet ouvrage est publié sous la responsabilité du Secrétaire général de l'OCDE. Les opinions et les interprétations exprimées ne reflètent pas nécessairement les vues de l'OCDE ou des gouvernements de ses pays membres.

Publié en anglais sous le titre :

Taxation of Capital Gains of Individuals

POLICY CONSIDERATIONS AND APPROACHES

No. 14

© OCDE 2006

Toute reproduction, copie, transmission ou traduction de cette publication doit faire l'objet d'une autorisation écrite. Les demandes doivent être adressées aux Éditions OCDE rights@oecd.org ou par fax 33 1 45 24 99 30. Les demandes d'autorisation de photocopie partielle doivent être adressées au Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC), 20, rue des Grands-Augustins, 75006 Paris, France, fax 33 1 46 34 67 19, contact@cfcopies.com ou (pour les États-Unis exclusivement) au Copyright Clearance Center (CCC), 222 Rosewood Drive Danvers, MA 01923, USA, fax 1 978 646 8600, info@copyright.com.

Avant-propos

Le présent rapport publie les conclusions auxquelles a abouti un projet impliquant les délégués du Groupe de travail n° 2 du Comité des affaires fiscales de l'OCDE. Ce projet visait à étudier les enjeux importants pour les décisions concernant l'imposition des plus-values des personnes physiques et les caractéristiques possibles d'un régime d'imposition, en s'attardant sur des situations « purement nationales » (soit les plus-values et moins-values que génèrent des actifs nationaux pour des contribuables résidents). L'exercice a nécessité l'étude de certaines questions importantes ressortant de publications sur les finances publiques, un examen des points de vue des pays membres sur ces questions ainsi que sur d'autres aspects apparus dans les réponses apportées à un questionnaire par 20 pays de l'OCDE ayant participé au projet. Il a en outre donné lieu à la présentation de renseignements dans des tableaux récapitulatifs insérés dans le rapport décrivant les divers aspects des règles de l'imposition des plus-values concernant l'ensemble des pays de l'OCDE.

L'étude aborde en premier lieu les enjeux qui, selon les pays ayant répondu au questionnaire, sont de toute première importance pour les décisions concernant les plus-values des particuliers : la pérennisation des recettes fiscales ; les considérations d'efficacité, notamment l'effet « de blocage des transactions » ; les impératifs d'équité horizontale et verticale ; la promotion de l'épargne et des investissements ; et l'allègement du fardeau des contribuables et de l'administration fiscale en matière de discipline fiscale. L'examen effectué dans cette partie s'intéresse essentiellement à la préservation de l'assiette fiscale et à l'effet de blocage des transactions, au vu de l'attention portée à ces questions dans les réponses au questionnaire et des multiples préoccupations qu'elles suscitent, notamment les facteurs susceptibles de freiner la diversification de portefeuille et les distorsions affectant la répartition du capital productif et les pertes d'efficacité connexes.

L'étude examine en second lieu deux enjeux considérés importants par plusieurs pays participants, à savoir la complexité relative de la recherche des effets potentiels de l'imposition des plus-values et la possibilité d'avoir recours à diverses grilles d'analyse (modèles économiques) susceptibles de guider la formulation de l'action des pouvoirs publics. Plus particulièrement, cette partie de l'étude s'intéresse à l'incidence possible de l'imposition des plus-values sur la prise de risque par les particuliers (l'allocation du portefeuille entre actifs sûrs et actifs risqués), ainsi que sur le coût du capital et la politique financière des entreprises. L'analyse de la prise de risques met en exergue les effets potentiellement dissuasifs d'une imputation restreinte des moins-values. L'analyse des effets possibles sur le coût du capital et la politique financière de l'entreprise permet de constater que les résultats dépendent du traitement fiscal réservé à l'« actionnaire marginal ».

Les pays ont identifié dans leurs réponses plusieurs problèmes liés à la conception des règles encadrant l'impôt sur les plus-values qui ont une incidence sur leur portée, leur application ainsi que les répercussions qu'elles ont en définitive sur les recettes fiscales et

le partage de la charge fiscale entre groupes de contribuables, sur la diversification des portefeuilles et la prise de risque au sein de l'économie, sur le coût du capital et les politiques financières des entreprises ainsi que la répartition et l'ampleur des investissements. Le volet « conception » est abordé dans l'étude sous les angles suivants : l'imposition des plus-values réalisées ou des plus-values latentes ; l'application du barème de l'impôt sur le revenu des personnes physiques ou d'un impôt sur les plus-values distinct ; le traitement (par exemple, le cantonnement) des pertes ; les dispositions permettant un différé d'imposition pour un même actif ou un actif de remplacement ; le traitement des gains réalisés par un contribuable sur sa résidence principale ; et le traitement de la composante « inflation » des plus-values. Le rapport aborde brièvement le régime applicable aux plus-values générées par des actifs nationaux détenus par des non-résidents et les questions de transition, même si ces sujets n'entrent pas dans le cadre du projet.

Ce rapport a été préparé par M. W. Steven Clark, Chef, Unité des programmes horizontaux, Centre de politique et d'administration fiscales de l'OCDE. Il s'est inspiré des renseignements et des commentaires obtenus auprès des délégués du Groupe de travail n° 2 du Comité des affaires fiscales de l'OCDE. Ce rapport est publié sous la responsabilité du Secrétaire général.

Table des matières

Synthèse	7
Introduction.....	31
Chapitre 1. Les grands enjeux de l'imposition des plus-values.	35
1.1. Pérennisation des recettes fiscales	37
1.2. Considérations d'efficacité et effet de « blocage des transactions ».....	59
1.3. Souci d'équité horizontale et verticale.....	76
1.4. Incitation à l'épargne et promotion de l'entreprise.....	76
1.5. Contenir les coûts de discipline d'administration fiscales	77
Chapitre 2. Autres enjeux du régime des plus-values	85
2.1. Effets possibles de l'impôt sur les plus-values sur la prise de risque	86
2.2. Incidence possible de l'impôt sur les plus-values sur le coût du capital et la politique financière des entreprises.....	111
Chapitre 3. À propos de la conception des systèmes d'imposition des plus-values.	125
3.1. Imposition des plus-values réalisées ou des plus-values latentes	126
3.2. Taux d'imposition applicable (IRPP ou système distinct d'IPV)	126
3.3. Cantonnement des moins-values.....	128
3.4. Règles de report	131
3.5. Traitement de la résidence personnelle.....	134
3.6. Traitement de la composante inflation des plus-values (nominales)	144
3.7. Traitement des non-résidents	144
3.8. Considérations sur la transition entre régimes	146
Références.....	149
Annexe A. Examen des éventuels effets de blocage résultant de l'imposition des plus-values	151
Annexe B. Mesures de l'aversion pour le risque	161
Annexe C. Effets possibles de l'imposition des plus-values sur l'allocation du portefeuille (prise de risque).....	167
Annexe D. Conséquences possibles de l'imposition des plus-values sur la politique financière de l'entreprise.....	189

Synthèse

Le présent rapport publie les conclusions auxquelles a abouti un projet impliquant les délégués du Groupe de travail n° 2 du Comité des affaires fiscales de l'OCDE visant à étudier les enjeux importants dont il convient de tenir compte pour décider d'imposer ou non les plus-values des personnes physiques et les caractéristiques possibles d'un régime d'imposition. L'exercice a nécessité l'examen de certains points importants ressortant de publications sur les finances publiques, (notamment l'effet de « blocage des transactions » de l'imposition des plus-values, l'incidence de l'imposition des plus-values sur la prise de risque, et les effets produits sur le coût du capital et la politique financière des entreprises) et la prise en compte des points de vue des pays de l'OCDE sur ces questions et sur d'autres aspects apparus dans les réponses à un questionnaire portant sur l'imposition des plus-values qui a été distribué aux délégués.

Le questionnaire a également servi à recueillir des renseignements sur les règles fiscales de base applicables aux plus-values des particuliers dans chaque pays membre. Pour être en mesure de comparer d'un pays à l'autre, l'étude porte sur les situations « purement nationales » (investisseurs nationaux tirant des plus-values d'actifs nationaux). Vingt pays de l'OCDE ont répondu au questionnaire : l'Allemagne, l'Australie, le Canada, le Danemark, l'Espagne, les États-Unis, la Finlande, l'Irlande, l'Islande, l'Italie, le Luxembourg, le Mexique, la Nouvelle-Zélande, la Norvège, les Pays-Bas, le Portugal, la République slovaque, la République tchèque, le Royaume-Uni et la Suède (ci-après, les « pays participants »). Une série de tableaux insérés dans le rapport décrivent de façon résumée les régimes d'imposition des plus-values de l'ensemble de ces pays ainsi que d'autres pays de l'OCDE.

L'étude aborde en premier lieu les enjeux qui, selon les pays participants, sont de toute première importance pour les décisions concernant les plus-values des particuliers : la pérennisation des recettes fiscales ; les considérations d'efficacité, notamment l'effet « de blocage des transactions » ; les impératifs d'équité horizontale et verticale ; la promotion de l'épargne et des investissements ; et l'allègement du fardeau des contribuables et de l'administration fiscale en matière de discipline fiscale. L'examen, dans cette partie, porte essentiellement sur la préservation de l'assiette fiscale et l'effet de blocage des transactions, au vu de l'attention portée à ces questions dans les réponses au questionnaire et des multiples préoccupations qu'elles suscitent, notamment les facteurs susceptibles de freiner la diversification des portefeuilles et les distorsions affectant la répartition du capital productif et les pertes d'efficacité connexes.

L'étude examine en second lieu deux enjeux considérés importants par plusieurs pays participants, à savoir la complexité relative de la recherche des effets potentiels de l'imposition des plus-values et la possibilité d'avoir recours à diverses grilles d'analyse (modèles économiques) susceptibles de guider la formulation de l'action des pouvoirs publics. Plus particulièrement, cette partie de l'étude s'intéresse à l'incidence possible de l'imposition des plus-values sur la prise de risque par les particuliers (l'allocation du

portefeuille entre actifs sûrs et actifs risqués), ainsi que sur le coût du capital et la politique financière des entreprises. L'analyse de la prise de risques met en exergue les effets potentiellement dissuasifs d'une imputation restreinte des moins-values, et l'analyse des effets possibles sur le coût du capital et la politique financière de l'entreprise permet de constater que les résultats dépendent du traitement fiscal réservé à l'« actionnaire marginal ».

Les pays ont identifié dans leurs réponses plusieurs problèmes liés à la conception des règles encadrant l'impôt sur les plus-values qui ont une incidence sur leur application ainsi que sur les répercussions qu'elles ont en définitive sur les recettes fiscales et le partage de la charge fiscale entre groupes de contribuables, sur la diversification des portefeuilles et la prise de risque au sein de l'économie, et sur le coût du capital des investissements et la politique des entreprises en matière de financement et de distribution. Le volet « conception » est abordé dans l'étude sous les angles suivants : l'imposition des plus-values réalisées ou des plus-values latentes ; l'application du barème de l'impôt sur le revenu des personnes physiques ou d'un impôt sur les plus-values distinct ; le traitement (par exemple, le cantonnement) des pertes ; les dispositions relatives aux différés d'imposition ; le traitement des gains réalisés par un contribuable sur sa résidence principale ; le traitement de la composante « inflation » des plus-values ; le traitement des plus-values réalisées sur des actifs nationaux détenus par des non-résidents ; et enfin, les questions de transition.

Les tableaux 1.1, 2.1 et 3.2 qui figurent dans les chapitres 1, 2 et 3 de la publication comparent brièvement divers aspects de l'imposition des plus-values et moins-values des particuliers dans les pays de l'OCDE, au 1^{er} juillet 2004. Les questions d'ordre technique abordées dans la publication sont développées dans trois annexes jointes au rapport.

Les grands enjeux fiscaux du régime d'imposition des plus-values

Le questionnaire sur l'imposition des plus-values demandait aux pays de dégager les grands enjeux affectant la décision politique d'imposer ou non les plus-values des particuliers (et la méthode d'imposition), en s'attardant sur des situations « purement nationales » (soit les plus-values et moins-values que génèrent des actifs nationaux pour des contribuables résidents).

On peut aborder la question du mode d'imposition des plus-values en partant de la notion économique de revenu global. Une définition globale (selon Haig-Simons) du revenu, mesurant l'augmentation de la capacité du contribuable de payer des impôts, ne fait aucune distinction entre un revenu au titre de recettes (revenu d'entreprise) et un revenu au titre du capital (revenu du capital). Le système de référence du revenu global fait en sorte d'assujettir les ménages à un impôt sur les gains tirés de la cession de biens financiers et immobiliers, que ces gains soient « spéculatifs », qu'ils s'apparentent à un revenu d'entreprise, ou qu'ils soient passifs, en tant que revenus du capital.

L'imposition intégrale du revenu dans sa globalité, y compris les plus-values latentes, serait compatible avec les impératifs d'efficacité économique et d'équité horizontale et verticale et pourrait aider les gouvernements à atteindre ses objectifs en matière de recettes publiques. Notre point de départ étant défini, il convient néanmoins de tenir compte de divers autres enjeux. Les réponses apportées au questionnaire permettent de dégager cinq grands enjeux influant sur la décision des pouvoirs publics d'imposer ou

non les plus-values des particuliers et, le cas échéant, du mode d'imposition. On en trouvera une synthèse ci-après.

La pérennisation des recettes publiques

En l'absence d'imposition intégrale des plus-values appliquée par le truchement de l'impôt sur le revenu des personnes physiques d'un pays ou d'un impôt sur les plus-values distinct, les plus-values des ménages ne seront en général pas imposées à moins que certains de ces gains ne soient particulièrement visés par la législation fiscale ou que l'administration fiscale ou les tribunaux fiscaux ne décident que ces gains sont réputés constituer un revenu ordinaire assujéti à l'impôt. Si les plus-values peuvent être réalisées en franchise d'impôt, on peut penser que les contribuables organiseront leurs affaires pour convertir leur revenu imposable en plus-values exonérées pour échapper à l'impôt.

Parmi les pays répondants, ceux qui imposent intégralement les plus-values (l'Australie, le Canada, le Danemark, l'Espagne, les États-Unis, la Finlande, l'Irlande, l'Islande, l'Italie, la Norvège, la République slovaque, le Royaume-Uni et la Suède) font de la protection de l'assiette fiscale un objectif essentiel de leur législation. L'imposition plutôt que l'exonération des plus-values dissuade les tentatives de caractériser ou convertir le revenu ordinaire imposable (c'est-à-dire les salaires et traitements) et le revenu de placements (par exemple, les intérêts, dividendes et loyers) en tant que plus-values exonérées d'impôt.

L'Australie note, par exemple, qu'avant l'adoption de son régime d'imposition des plus-values, les stratégies de planification fiscale visant à convertir les revenus en plus-values ou à les caractériser en tant que telles étaient fréquentes, et l'écart d'imposition entre le revenu et le capital constituait une préoccupation politique importante, laquelle a été réglée en 1985 par l'instauration en Australie d'un impôt intégral sur les plus-values.

Si l'imposition des plus-values dissuade l'évasion fiscale, elle peut se révéler impuissante à l'éliminer, selon la structure des taux d'imposition appliquée aux plus-values et aux autres revenus. En Espagne, par exemple, si les plus-values à court terme sont imposables en tant que revenu ordinaire et assujétiées à des taux d'imposition progressifs, les plus-values nettes à long terme sont imposables à un taux proportionnel (uniforme) de 15 %. En conséquence, l'Espagne fait état de l'utilisation courante de mécanismes de recherche d'abris fiscaux faisant appel à des instruments financiers conçus pour transformer le revenu imposable à des taux progressifs en plus-values à long terme. L'Espagne n'est pas la seule, parmi les pays qui imposent intégralement les plus-values, à être confrontée à des comportements susceptibles d'arbitrage fiscal suscités par un écart de taux d'imposition entre revenus de divers types et plus-values, l'Irlande, l'Islande, la Norvège et la Suède faisant état de problèmes analogues.

En plus de protéger l'assiette fiscale en faisant échec aux stratégies d'évasion fiscale, l'instauration d'un impôt intégral sur les plus-values permet de percevoir des recettes publiques sur des plus-values réalisées de bonne foi intégrées dans une mesure globale du revenu. Cet enjeu, de pair avec la volonté de dissuader la conversion du revenu imposable en plus-values exonérées d'impôt, est l'une des principales raisons pour lesquelles le Royaume-Uni impose les plus-values. Aux États-Unis, les plus-values sont assimilées à un revenu et sont ainsi imposables depuis l'instauration de l'impôt sur le revenu des personnes physiques américaines, en 1913. L'Irlande explique que son impôt sur les plus-values a été adopté non seulement pour des raisons d'équité, mais aussi pour générer des recettes publiques, l'absence d'un tel impôt étant perçue avant 1974, à l'époque où seules

certaines plus-values étaient assujetties à l'impôt sur le revenu des sociétés ou des particuliers, comme une « lacune » du régime fiscal.

L'Australie fait remarquer qu'une approche globale peut être plus fructueuse que le recours à des dispositions spécifiques assujettissant à l'impôt certaines plus-values. La Nouvelle-Zélande est d'avis qu'un impôt intégral sur les plus-values ne constituerait vraisemblablement pas une source importante de recettes publiques, du moins pour ce qui la concerne. Il en est ainsi notamment du fait que les déductions accordées aux actionnaires dans le cadre des systèmes d'imputation étant fonction de l'impôt payé par la société sur son revenu, une partie importante des plus-values qui seraient explicitement imposables auprès de la société dans le cadre d'un régime global est en fait imposable à l'heure actuelle auprès de l'actionnaire lorsque les plus-values réalisées par la société sont distribuées sous forme de dividendes. Aussi, de nombreuses occasions de reporter l'impôt se présenteraient dans le cadre d'un régime d'imposition des plus-values réalisées, du fait de l'incertitude née de l'application de distinctions parfois arbitraires entre ce qui constitue ou non une réalisation génératrice de l'impôt et de l'incertitude quant à ce qui peut être admis ou non au bénéfice d'un différé d'imposition, en supposant qu'il y ait des règles permettant de différer l'impôt sont en place, comme c'est le cas dans la plupart des régimes d'imposition des plus-values.

La Nouvelle-Zélande a ainsi favorisé une approche ciblée et adopté des dispositions spécifiques visant à imposer en tant que revenu personnel certaines plus-values qui seraient par ailleurs réputées constituer un revenu du capital et donc exonérées d'impôt. Il s'agit notamment des gains tirés de la vente de biens personnels lorsque le contribuable est par ailleurs négociant en biens de ce type ; des gains générés par la vente d'un terrain acquis dans l'intention de le revendre ; et des gains réalisés sur les obligations de sociétés nationales imposées sur la base des droits constatés.

De même dans certains autres pays participants qui n'imposent pas intégralement les plus-values (l'Allemagne, le Luxembourg, le Mexique, les Pays-Bas, le Portugal, la République tchèque), c'est le désir d'imposer les plus-values tirées d'actifs financiers détenus en tant qu'actifs d'entreprise (prises en compte dans les bénéfices d'entreprise), d'imposer les gains « spéculatifs » ayant le caractère d'un revenu d'entreprise et de mettre un frein aux stratégies d'évasion qui est à l'origine de l'imposition de certaines plus-values réalisées par les ménages.

En Allemagne, par exemple, les plus-values réalisées sur les titres sont constituer des « bénéfices spéculatifs », ayant le caractère d'un revenu (commercial) de l'entreprise, et sont assujetties à l'impôt si les titres ont été détenus pendant moins de un an. Au Luxembourg et en République tchèque, la période minimale de détention est de 6 mois. Pour ce qui concerne les biens immobiliers faisant partie d'un patrimoine privé, la période de détention minimale est de deux ans au Luxembourg et de 10 ans en Allemagne. Dans ces pays, les plus-values réalisées sur des actifs financiers non commerciaux détenus plus longtemps que le minimum requis sont exonérées sauf (en Allemagne et au Luxembourg) s'ils représentent une participation importante, auquel cas elles sont imposables de manière à faire échec aux stratégies d'évasion fiscale visant à convertir le revenu imposable en plus-values exonérées.

De même, les Pays-Bas imposent les plus-values réalisées sur des participations en actions importantes (5 % ou plus) et les gains afférents à des actifs mis à la disposition d'entrepreneurs ou de sociétés étroitement liés. En outre, le régime dit du « panier 3 », aux Pays-Bas, qui impose le revenu de l'épargne par le truchement d'un impôt sur un

rendement présumé (théorique) de 4 % des actifs financiers nets moyens des ménages (censé représenter les rendements effectifs à travers une combinaison des rentrées de fonds de la période en cours, majorées de l'appréciation du capital), dissuade la planification fiscale visant à convertir artificiellement le revenu imposable en revenu bénéficiant d'un traitement fiscal privilégié.

Des considérations d'efficience, notamment à propos de l'effet de « blocage des transactions »

Les réponses au questionnaire ont révélé que les considérations d'efficacité jouent un rôle de premier plan lorsqu'il est question de décider de l'opportunité et de la façon d'imposer les plus-values des ménages. On se préoccupe notamment du risque que l'exonération des plus-values ne déséquilibre les décisions des ménages quant à l'allocation du portefeuille au profit d'actifs générateurs de plus-values exonérées. Les pouvoirs publics seraient fondés à s'en inquiéter, d'autant que les actifs susceptibles d'une plus-value (générateurs de plus-values ou de moins-values) comportent généralement plus de risques que d'autres actifs, ce qui occasionnerait une distorsion fiscale incitant à une prise de risque au-delà des niveaux compatibles avec la neutralité fiscale).

L'imposition des plus-values au même taux effectif que celui qui s'applique au rendement des autres investissements permettrait peut-être d'éviter cette distorsion. Toutefois, l'imposition sur la base des droits constatés présente certaines difficultés. Des problèmes d'évaluation peuvent se poser dans le cadre de la détermination de la valeur marchande courante des actifs susceptibles d'une plus-value détenus par des investisseurs. L'imposition des gains latents mais non réalisés peut aussi occasionner des problèmes de liquidité aux contribuables ne disposant pas des ressources financières leur permettant d'acquitter l'impôt exigible. De plus, on peut juger problématique de permettre aux investisseurs de bénéficier de la valeur au comptant des pertes latentes, déduction faite des gains latents, ce qui est nécessaire pour assurer un traitement symétrique des plus-values et moins-values latentes.

Ainsi, sauf rares exceptions, les plus-values des ménages sont dans l'ensemble imposées à la réalisation, l'impôt sur les gains latents étant reporté jusqu'à l'année de cession des actifs. Toutefois, cette méthode de report de l'impôt sur les plus-values jusqu'à la réalisation soulève certaines autres difficultés. L'imposition des plus-values et moins-values réalisées encourage la vente des actifs générateurs de pertes en vue d'obtenir la déduction fiscale de ces pertes, et encourage aussi les investisseurs à conserver les actifs présentant des gains accumulés pour différer le paiement de l'impôt qui s'y rattache.

En effet, l'un des enjeux principaux soulignés par les pays dans leurs réponses est que l'imposition différée dans le cadre d'un régime d'imposition des plus-values réalisées peut produire un effet de blocage des transactions qui fausse les décisions concernant la vente des actifs ; autrement dit, l'imposition différée donne une raison fiscale de détenir les actifs auxquels se rattache une plus-value non réalisée pour profiter d'un report d'impôt plutôt que de les vendre et de libérer le capital pour effectuer les placements qui auraient été choisis en absence de motivations fiscales. L'effet de blocage des transactions peut aboutir à des portefeuilles dont la diversification n'est pas optimale, leur composition n'étant pas la même que celle que les investisseurs auraient retenue en l'absence d'imposition, la valeur attribuée à la réduction du risque issue d'une diversification efficace du portefeuille ne compensant pas pleinement l'impôt sur les plus-

values supplémentaire exigible lors de la vente des actifs susceptibles d'une plus-value. Ces distorsions peuvent entraîner un coût social dans la mesure où la diversification optimale des portefeuilles se traduit par un gain net pour la société.

L'effet de blocage des transactions peut aussi fausser la répartition du capital productif et limiter le financement d'investissements rentables, occasionnant une diminution du revenu national, du moins dans certains cas. Une perte d'efficacité de cet ordre serait moins probable si des renseignements sur les occasions d'investissement étaient aisément accessibles et l'accès aux marchés financiers ouvert, ou si l'on comptait parmi les investisseurs éventuels des institutions exonérées et d'autres investisseurs exemptés qui n'ont généralement aucun intérêt à bloquer les transactions. Par contre, si le marché financier présente des imperfections ou des obstacles qui restreignent le financement des investissements générant un rendement avant impôt supérieur à celui que génèrent les actifs bloqués, les rentes économiques peuvent ne pas être réalisées dans certains cas, ce qui occasionnerait une baisse des conditions de vie.

Le report de l'impôt sur les plus-values, qui diminue le taux d'imposition effectif applicable aux plus-values réalisées par les actionnaires, peut susciter un autre effet de blocage. Un taux d'imposition effectif des plus-values inférieur à celui qui s'applique aux dividendes peut déséquilibrer la politique de la société en matière de distributions, encourageant celles-ci à réinvestir leurs bénéfices plutôt qu'à les distribuer, donnant lieu à un effet de « blocage des transactions des sociétés ». Le blocage des transactions des sociétés peut avoir des effets défavorables sur l'efficacité si les fonds sont réinvestis dans des actifs comportant un profil risque/rendement moins intéressant que d'autres investissements à l'extérieur de l'entreprise.

Ainsi, l'exonération des plus-values peut occasionner des distorsions fiscales qui privilégient les actifs susceptibles d'une plus-value et incite à une prise de risques au-delà des niveaux compatibles avec la neutralité fiscale. Mais l'imposition des plus-values dans le cadre d'un régime d'imposition des plus-values réalisées entraîne un effet de blocage des transactions et les inefficacités en découlant. De plus, le blocage des transactions peut réduire les recettes publiques dans la mesure où les contribuables reportent la réalisation et peuvent éviter l'impôt sur les gains non réalisés au moment du décès, selon le mode d'imposition des gains au décès. L'Irlande fait remarquer, à titre d'illustration, qu'une augmentation importante du rendement fiscal a suivi la réduction, en 1998, du taux d'imposition applicable aux plus-values, passant de 40 % à 20 %. L'effritement de l'incitation à bloquer les transactions accompagnant la réduction du taux a contribué à l'augmentation du rendement, qui est passé d'environ 245 millions d'euros, en 1998, à 1 436 millions d'euros en 2003.

Les réponses apportées au questionnaire révèlent que l'effet de blocage des transactions dans le cadre d'une méthode d'imposition de la plus-value réalisée est une préoccupation importante et un élément dissuasif pour plusieurs pays de l'OCDE. La Nouvelle-Zélande et les Pays-Bas, par exemple, évitent d'avoir recours à l'imposition à la réalisation des plus-values, sauf dans des cas précis (par exemple, pour certains gains réputés constituer un revenu d'entreprise), principalement en raison des inefficacités causées par le blocage des transactions. Les responsables néerlandais expliquent que la méthode dite du « panier 3 », consistant à imposer en fonction des droits constatés modifiée un rendement théorique sur les actifs financiers nets, est employée aux Pays-Bas notamment pour éliminer l'incitation à bloquer les transactions que donne l'imposition différée. Comme on l'a déjà vu, certains autres pays, dont le Portugal et la République

tchèque, exonèrent les gains « non spéculatifs » en vue de dissuader le blocage des transactions.

L’Australie, le Danemark, la Norvège, l’Espagne, la Suède, le Royaume-Uni et les Etats-Unis affirment tous avoir comme objectif principal, pour ce qui concerne l’imposition des plus-values, d’éviter la création d’incitations fiscales à investir dans des actifs en portefeuille générateurs de rendements constituant des plus-values exonérées d’impôt, et ainsi, assurer la neutralité de l’impôt. Pour ces pays, ainsi que pour le Canada, la Finlande et l’Italie, l’effet de blocage des transactions provoqué par une imposition basée sur la réalisation soulève des inquiétudes. Ces préoccupations ne les empêchent cependant pas d’avoir recours à une imposition intégrale des plus-values, quoique d’ordinaire avec dégrèvement fiscal, spécifique ou général. On a généralement estimé que les avantages tirés de l’imposition des plus-values (par exemple, la possibilité de lever et de préserver des recettes publiques et d’éviter le déséquilibre résultant de l’imposition des dividendes alors que les plus-values ne sont pas imposables, ainsi que le souci d’équité verticale et horizontale) l’emportaient sur les pertes d’efficacité causées par le blocage des transactions.

Le Royaume-Uni, comme sans doute d’autres pays, juge irréalistes les solutions pour éliminer le blocage des transactions dans le cadre d’un régime d’imposition des plus-values réalisées par des moyens assimilables à une imposition sur la base des droits constatés, par exemple, en imputant des intérêts au paiement de l’impôt sur les plus-values différé. Comme on le verra en annexe A, il est difficile de mettre au point un régime d’imposition des plus-values réalisées qui impute effectivement des intérêts en vue de neutraliser les avantages découlant du report d’impôt et ainsi, l’effet de blocage des transactions, sans que ce mécanisme n’impose des contraintes excessives voire insurmontables en termes de discipline fiscale et d’administration de l’impôt. Les renseignements nécessaires au fonctionnement d’un mécanisme de pénalité sous forme d’intérêts fondé sur les fluctuations réelles des gains peuvent en faire une entreprise irréalisable dans certains cas, sinon la plupart. Une méthode de lissage s’appuyant sur des fluctuations théoriques des gains évite ces problèmes, mais comporte ses propres difficultés. Comme une imposition « rétrospective » peut dans certains cas donner lieu à un impôt exigible au moment où des pertes nettes sont réalisées, il pourrait être difficile de faire accepter l’instauration d’un tel impôt.

La plupart des pays dotés d’un impôt global sur les plus-values réalisées ont plutôt adopté des dispositions visant à pallier les inefficiences induites par le blocage des transactions en limitant les avantages liés au report de l’impôt tout en tenant dûment compte d’autres enjeux. Ces enjeux concernent notamment l’exonération ou le traitement préférentiel des gains réalisés sur des biens de types donnés, l’imposition à des taux réduits ou dégressifs des plus-values à long terme, le traitement préférentiel des plus-values en général par l’application d’un taux de droit commun réduit ou un système d’inclusion partielle, et/ou une déduction personnelle qui permet de réaliser une partie des plus-values en franchise d’impôt.

L’effet de blocage des transactions peut être perçu comme particulièrement problématique lorsqu’il s’agit de biens de certains types qui suscitent des appels en faveur d’un traitement fiscal spécial. Par exemple, plusieurs pays de l’OCDE exonèrent les gains réalisés par un contribuable sur sa résidence principale, généralement à certaines conditions. Plutôt que d’exonérer ces gains, il est possible de réduire les taux d’imposition ou les taux effectifs applicables. Par exemple, en Suède, seuls les deux tiers de la plus-value accumulée sur les résidences personnelles sont assujettis à l’impôt pour

éviter l'effet potentiellement défavorable du blocage des transactions touchant le parc résidentiel, et le paiement de l'impôt peut être différé si le produit de la vente est utilisé pour acheter une nouvelle résidence.

Plutôt que d'accorder un dégrèvement fiscal s'agissant de biens de types particuliers, ou en plus de le faire, on peut accorder un allègement fiscal plus général, conditionné ou non à une période minimale de détention. Les États-Unis et l'Espagne imposent les plus-values à long terme à un taux préférentiel de 15 %, moyennant une période de détention minimale de un an. L'Australie a recours à une autre méthode qui consiste à appliquer un taux d'inclusion de 50 % aux gains réalisés sur les actifs détenus pendant au moins un an (les gains réalisés sur les actifs détenus pendant moins d'un an sont inclus en totalité). La relative faiblesse du taux d'imposition se traduit par des montants d'impôt différé moindres, comparativement aux prix de vente, ce qui réduit l'incitation à bloquer les transactions. Le Royaume-Uni, plutôt que de réduire automatiquement le taux d'imposition effectif dès que la durée de détention minimale est écoulée, a recours à un mécanisme dégressif qui fait en sorte de réduire graduellement le taux d'inclusion (c'est-à-dire, d'augmenter la fraction exclue du gain en capital), plus la durée de détention de l'actif susceptible de plus-values est longue. Il est ainsi possible de passer graduellement à des taux réduits, au lieu d'obtenir un changement radical ou instantané dès que la période minimale de détention est respectée.

Plusieurs pays imposent les plus-values réalisées à un taux effectif relativement faible, par rapport au taux applicable au revenu ordinaire ou à d'autres revenus du capital (par exemple, les intérêts), sans égard à une période de détention, le taux effectif étant réduit notamment par l'inclusion partielle des plus-values et des moins-values dans l'assiette d'imposition des personnes physiques. Le Canada, par exemple, n'impose que la moitié des gains en capital réalisés. En Italie, dans le cadre du nouveau régime d'imposition des plus-values, un taux d'inclusion de 40 % est appliqué depuis 2004 aux gains réalisés sur des actions admises à ce traitement, tandis que les plus-values nettes réalisées sur les actions non admises et les obligations sont imposables à un taux proportionnel (uniforme) de 12,5 %.

Les pays dotés d'un régime dual d'imposition du revenu (par exemple, la Finlande, la Suède, la Norvège avant 2006, sous le régime RISK), où l'application d'un taux d'imposition préférentiel au revenu du capital fait partie de l'approche de base, un mécanisme intégral est prévu pour atténuer l'effet de blocage des transactions. Dans le cadre de ces régimes, l'imposition des plus-values est reportée jusqu'à la réalisation des gains, donc les avantages liés au report ne sont pas éliminés. Cependant, le taux d'imposition relativement faible appliqué au revenu du capital, notamment les plus-values réalisées, se traduit par une réduction de l'impôt susceptible d'être différé, diminuant ainsi l'incitation à bloquer les transactions.

L'exonération des plus-values ou leur imposition à un taux effectif réduit en vue de régler les problèmes de blocage des transactions sont susceptibles d'inciter à la planification fiscale, d'occasionner des pertes de recettes fiscales importantes et de susciter des distorsions fiscales dans certains cas. L'une des façons de tenir compte en partie de ces considérations conflictuelles consiste à accorder une exemption des plus-values qui élimine l'impôt sur les plus-values et l'effet de blocage des transactions pour les investisseurs dont les plus-values nettes sont inférieures au montant de l'exemption. Plusieurs pays de l'OCDE, dont l'Allemagne, la Corée, la Hongrie, l'Irlande, le Japon, le Luxembourg, le Royaume-Uni et la Turquie accordent une déduction annuelle qui permet de réaliser en franchise d'impôt un montant déterminé de gains sur des biens (non

commerciaux). Le Canada accorde une exonération cumulative à vie des gains en capital (500 000 CAD) pour les gains réalisés sur des actions d'une petite entreprise et sur des biens agricoles couverts par le dispositif qui sont éligibles.

Certaines méthodes sont novatrices et se distinguent à ce titre par la façon dont elles s'attaquent au blocage des transactions et à d'autres problèmes. Dans le cadre du « modèle de l'actionnaire » de la Norvège, variante du régime fiscal dual, les investisseurs ont droit à une exonération personnelle, à savoir un « rendement en franchise d'impôt », pour les rendements normaux (sans risque), imputée aux bénéfices distribués et aux bénéfices mis en réserve. Cette exonération, qui restreint l'imposition aux rendements (y compris les gains) supérieurs au rendement sans risque, élimine en grande partie l'effet de blocage des transactions pour les actifs générateurs de rendements sensiblement normaux, tout en assurant la neutralité vis-à-vis des investissements de façon plus générale.

Au chapitre du blocage des transactions, il convient de noter que plusieurs pays appliquent des dispositions de « report » qui permettent dans certaines situations de reporter l'impôt sur les plus-values à une année ultérieure à celle du transfert ou de l'aliénation d'un actif susceptible d'une plus-value. De façon générale, le différé d'imposition accentue (plutôt qu'il n'atténue) l'effet de blocage des transactions car il multiplie les occasions de différer l'impôt. Cette concession peut toutefois jusqu'à un certain point réduire l'incitation à bloquer des transactions et améliorer l'efficacité, du moins dans certains cas.

On observe également qu'il faut, pour déterminer les facteurs incitant à bloquer les transactions, tenir compte de l'imposition des plus-values au décès et non seulement de l'application possible de l'impôt sur les plus-values, mais également d'autres impôts, par exemple l'impôt sur les héritages et l'impôt sur les successions qui sont prélevés sur les plus-values latentes mais non réalisées au moment du décès. S'agissant de l'impôt sur les plus-values, des règles de réalisation réputée peuvent s'appliquer et aboutir à l'imposition de la plus-value latente sur un bien au moment du décès (l'assiette fiscale des actions étant corrigée en fonction de leur valeur boursière courante pour éviter la double imposition). Autre cas de figure, l'impôt sur les gains non réalisés au décès peut être différé (l'assiette fiscale des actions passant aux héritiers), ou on peut y renoncer (exonération assortie d'un réajustement de l'assiette fiscale des actions en fonction de leur valeur boursière pour les héritiers). Si une comparaison des taux d'imposition effectifs « tout compris » serait nécessaire pour bien comparer les incitations à bloquer les transactions d'un régime à l'autre, une telle analyse n'entre pas dans le cadre du présent rapport. L'étude examine cependant les différentes méthodes observées auprès d'un certain nombre de pays de l'OCDE.

Un souci d'équité horizontale et verticale

Il est ressorti de nombreuses réponses apportées par les pays au questionnaire que le souci d'améliorer l'équité horizontale et verticale est un des principaux facteurs intervenant dans la décision d'imposer les plus-values auprès des particuliers. Ainsi, l'Irlande avait pour intention principale, lors de l'instauration de son impôt sur les plus-values en 1974, d'améliorer l'équité fiscale entre les personnes gagnant surtout des revenus ordinaires (un salaire) et celles qui réalisaient des plus-values. De même au Royaume-Uni, l'un des objectifs importants de l'introduction en 1965 de l'impôt sur les

plus-values était de rendre le régime fiscal plus équitable en veillant à ce que les personnes physiques soient redevables d'un impôt sur les plus-values qu'elles obtenaient.

L'Australie note que l'exclusion des gains en capital de l'assiette fiscale de son impôt sur le revenu, jusqu'en 1985, non seulement contrevenait au principe de l'équité horizontale, mais aussi réduisait la progression effective du régime d'imposition du revenu des personnes physiques et était incompatible avec le principe de l'équité verticale, en ce sens que les personnes disposant de revenu du capital ont le plus souvent davantage les moyens de payer des impôts. De surcroît, les stratégies d'évasion fiscale exploitées avant l'instauration de son impôt sur les plus-values pouvaient porter atteinte à l'équité verticale dans la mesure où c'étaient les personnes gagnant un revenu élevé qui pouvaient convertir leur revenu en revenu du capital ou le recevoir sous cette forme. Dans le même ordre d'idées, en Espagne, le régime d'imposition actuel des plus-values, conçu pour respecter le principe fondamental traditionnel, qui est d'imposer les personnes en proportion de leur capacité de payer, est considéré plus équitable.

L'Incitation à l'épargne et la promotion de l'entreprise

La promotion de l'épargne des ménages et de l'entreprise a été mentionnée par plusieurs pays comme un élément important dont il faut tenir compte dans le cadre de l'imposition des plus-values. Le Canada, par exemple, souligne l'importance du report de l'impôt sur l'épargne, notamment grâce à l'imposition des plus-values à leur réalisation, pour encourager les ménages à épargner. L'Espagne et d'autres pays qui imposent les gains à long terme à un taux préférentiel (ou les exonèrent) indiquent aussi que le traitement préférentiel de ces gains vise à encourager l'épargne à long terme. Les États-Unis expliquent que l'imposition à taux réduit des plus-values à long terme a en partie pour objectif d'encourager l'investissement patient du capital, tout en contribuant à compenser l'absence d'indexation en fonction du coût de la vie.

Au Royaume-Uni, où l'un des objectifs importants est de promouvoir le financement de l'entreprise par divers dégrèvements fiscaux de l'épargne des particuliers, on estime que le traitement accordé aux plus-values sert cet objectif. La dégressivité de l'impôt au Royaume-Uni vise à encourager l'investissement dans des actifs d'entreprise, notamment les actifs à caractère professionnel, les actions de certaines sociétés commerciales non cotées et la plupart des régimes d'actionnariat des salariés. Au Danemark, la possibilité de convertir un revenu d'emploi en plus-values bénéficiant d'un traitement fiscal préférentiel (générées par des actions ou des droits ou options de souscription) grâce à des mécanismes d'options d'achat d'actions vise à favoriser une « culture actionnariale » et stimuler l'épargne, l'investissement et la croissance.

La maîtrise des coûts de discipline et d'administration fiscales

Les réponses au questionnaire ont révélé que les pouvoirs publics sont conscients des coûts de discipline et d'administration que l'imposition des plus-values peut entraîner, et qu'ils ont cherché à alléger l'ensemble de ces coûts. Pour de nombreux pays, les coûts très élevés de discipline et d'administration fiscales sont l'une des causes principales de la réticence à adopter un régime d'imposition intégrale des plus-values *latentes*, préférant avoir recours à une méthode basée sur la réalisation.

Lorsque l'Australie a instauré son régime d'imposition des plus-values réalisées, elle en a facilité la mise en œuvre en adoptant des règles transitoires qui, de façon générale,

exonéraient les plus-values générées par des actifs acquis avant la date d'entrée en vigueur du régime. L'expérience de l'Australie démontre que l'imposition intégrale des plus-values réalisées par les personnes physiques est susceptible de réduire les coûts de discipline et d'administration fiscales. Avant l'imposition intégrale des plus-values, les contribuables et les autorités fiscales dépensaient des sommes énormes pour déterminer si un gain constituait un revenu (imposable) ou du capital (exonéré). Les mécanismes de planification fiscale devant tenir compte des dispositions générales anti-évasion de la loi de l'impôt sur le revenu induisaient également un coût de discipline fiscale. À cet égard, l'imposition intégrale des plus-values passe pour abaisser ces coûts.

Les Pays-Bas expliquent qu'avant 2001, les intérêts, dividendes et loyers étaient compris dans le revenu imposable, contrairement aux plus-values. Cette situation a donné naissance à des produits financiers conçus pour convertir le revenu du capital imposable en plus-values non imposables. Le gouvernement a réagi par l'introduction de son régime fiscal novateur dit du « panier 3 », dans le but de régler les problèmes d'évasion fiscale *et* de se passer de la législation compliquée nécessaire avant la réforme du régime pour différencier les divers types de rendements des capitaux investis. En faisant échec aux stratégies de planification fiscale tout en évitant d'adopter un régime d'imposition des plus-values réalisées et des règles transitoires potentiellement compliquées, il a été possible de réduire les coûts liés à la discipline et à l'administration fiscales.

Le Royaume-Uni reconnaît les complexités éventuelles inhérentes à l'imposition des plus-values et fait remarquer qu'il est d'ordinaire coûteux d'administrer un impôt sur les plus-values. Toutefois, contrairement aux Pays-Bas, le Royaume-Uni prend pour position d'imposer intégralement les plus-values, tout en accordant une exonération (fiscale) annuelle, estimée importante pour minimiser les coûts du respect des obligations fiscales et de l'administration liés à la perception d'un impôt sur des plus-values de peu d'importance et occasionnelles.

Autres enjeux du régime d'imposition des plus-values

Le chapitre 2 de la publication s'intéresse à deux autres enjeux considérés importants par plusieurs pays participants, sachant que l'analyse des effets possibles de l'impôt sur les plus-values est relativement complexe et que la formulation des orientations politiques peut nécessiter le recours à des modèles économiques. Ces deux enjeux portent sur les effets possibles de l'imposition des plus-values sur la prise de risque par les particuliers (la répartition du portefeuille entre actifs sûrs et actifs risqués) et ses effets possibles sur le coût du capital et la politique financière de l'entreprise.

Les effets possibles de l'impôt sur les plus-values sur la prise de risque

Des études pionnières des distorsions fiscales affectant la répartition au sein des portefeuilles entre actifs sûrs et actifs risqués, notamment celles de Domar et Musgrave (1944), de Stiglitz (1969) et d'Atkinson et Stiglitz (1980), ont conclu que l'imposition des plus-values peut affecter la prise de risque, c'est-à-dire, la fraction ou le pourcentage des portefeuilles des ménages investi dans des actifs dont le taux de rendement est incertain. Si l'opinion la plus répandue veut que l'imposition des plus-values ait un effet défavorable sur la prise de risque (en la décourageant), la théorie semble démontrer que le traitement fiscal symétrique des plus-values et moins-values peut *encourager* la prise de risque au sein de l'économie, de fait en subventionnant le risque.

Pour analyser les effets possibles de l'impôt sur la prise de risque, il est essentiel de pouvoir caractériser les préférences d'un investisseur représentatif en matière de risques. Le modèle standard suppose que l'utilité (le bien-être personnel) augmente en même temps que le patrimoine, mais à un taux décroissant. L'utilité marginale décroissante du patrimoine rend les investisseurs particuliers réfractaires au risque. En effet, ils préfèrent un rendement certain généré par un actif sûr à un rendement incertain généré par un actif risqué, même si les rendements attendus sont identiques, et ils sont disposés à verser une prime pour éviter le risque (ou à exiger une prime de risque pour l'accepter).

Le modèle produit un résultat intéressant et peut-être surprenant, à savoir que l'instauration d'un impôt sur le revenu de placements, y compris les plus-values, peut avoir pour effet d'augmenter la prise de risque, c'est-à-dire qu'une fraction ou un pourcentage accru du patrimoine peut être investi dans des actifs risqués. Cette conclusion suppose que l'élasticité de la demande par rapport au patrimoine d'un investisseur pour des actifs risqués ne s'écarte pas beaucoup de l'unité (c'est-à-dire qu'une augmentation de 1 % du patrimoine n'augmente pas la demande d'actifs risqués de beaucoup plus que 1 %). La conclusion relative à l'augmentation de la prise de risque s'appuie également sur l'hypothèse selon laquelle le gouvernement est un partenaire à part entière des investisseurs, partageant également les plus-values et moins-values (c'est-à-dire, selon un traitement symétrique, les pertes étant déductibles au même taux effectif auquel les gains sont imposables).

Le modèle élémentaire de répartition des actifs au sein du portefeuille mis au point dans le rapport prédit aussi que la prise de risque augmentera (diminuera) sans ambiguïté si le gouvernement modifie son orientation politique pour libéraliser (restreindre) ses règles applicables à la déduction des moins-values, sans modifier le taux d'imposition des plus-values. Le troisième résultat produit est qu'une réduction symétrique du taux d'imposition effectif des plus-values et moins-values (par exemple, une réduction uniforme du taux d'inclusion des plus-values et de la partie déductible des moins-values) peut accroître la prise de risque dans certains cas, mais les effets sont moins certains qu'avec un ajustement asymétrique du taux de déduction de la perte en capital.

Ces conclusions peuvent inciter les pouvoirs publics à envisager l'application d'autres règles de « cantonnement des pertes » à la déduction des moins-values. Les renseignements obtenus sur les règles de déduction des moins-values dans les pays de l'OCDE révèlent que les dispositions législatives n'assurent généralement pas un traitement symétrique des plus-values et moins-values. Si les pays appliquent en général le même taux à l'inclusion des plus-values réalisées et à la déduction des moins-values subies, les plus-values imposables sont d'ordinaire immédiatement assujetties à l'impôt, alors que des restrictions sous forme de cantonnement des pertes viennent habituellement limiter (retarder, pour certains contribuables, indéfiniment) la déduction des moins-values éligibles supérieures aux plus-values imposables. Certains pays, mais pas tous, permettent l'imputation du reliquat des moins-values sur les revenus d'intérêts, et un petit nombre permettent que celles-ci soient imputées sur le revenu ordinaire (par exemple, le salaire). En outre, si le report à nouveau (et dans certains cas le report en arrière) est possible dans plusieurs pays, une ou plusieurs restrictions s'appliquent en général et aucun ajustement d'intérêts n'est effectué à l'égard des reports en arrière.

S'agissant de la déduction des moins-values, il faut savoir que le taux d'imposition effectif des plus-values et moins-values dépend non seulement des règles fiscales applicables à la constatation, la prise en compte et la déduction des pertes, mais aussi du comportement de l'investisseur quant au choix du moment de la vente d'un actif quant à

ses possibilités de minimiser l'impôt dans le cadre de son portefeuille. Plus particulièrement, si les restrictions en matière de déduction des pertes tendent à affaiblir le taux d'imposition effectif applicable à la déduction des moins-values, les possibilités de report (et peut-être de paiement différé de l'impôt) font baisser le taux d'imposition effectif appliqué aux plus-values imposables (la valeur actualisée de l'impôt exigible sur les gains diminuant à mesure de l'éloignement de la date de réalisation). Ainsi, savoir dans quelle mesure le taux d'imposition effectif appliqué aux plus-values est supérieur (voire, dans certains cas, inférieur) au taux d'imposition effectif résultant des moins-values est une question empirique dont la réponse peut varier selon la situation propre à chaque investisseur.

Dans leurs réponses, les pays affirment avoir constaté l'existence de scénarios de cession qui tirent profit de la latitude dont disposent les investisseurs dans le cadre d'un régime d'imposition des plus-values réalisées, et plus particulièrement la possibilité de choisir la date de constatation du gain ou de la perte en choisissant l'année de cession de l'actif. Si la déduction des moins-values est cantonnée aux plus-values, l'une des stratégies de minimisation de l'impôt peut consister à vendre les actifs générateurs de plus-values qui présentent une plus-value juste suffisante pour absorber la déduction des moins-values subies quitte à racheter des actifs générateurs de plus-values. La stratégie consistant à différer la constatation des plus-values imposables, et à vendre et éventuellement racheter des actifs présentant une plus-value juste suffisante pour passer en déduction les moins-values, tend à avoir pour effet de baisser le taux d'imposition effectif sur les plus-values, tout en augmentant le taux d'imposition effectif auquel les moins-values sont déduites. Ainsi, pour certains investisseurs, ce dernier taux ne peut être inférieur (et peut très bien être supérieur) au taux d'imposition effectif applicable aux gains. Toutefois, pour d'autres investisseurs dont le portefeuille est moins diversifié, qui ont moins de possibilités de report et dont la situation, de façon générale, n'offre guère d'opportunités de planification fiscale, les restrictions imposées à la déduction des pertes peuvent se traduire par un taux d'imposition effectif auquel les moins-values sont déduites, qui est inférieur au taux d'imposition effectif appliqué aux plus-values. Il serait de toute évidence très ardu d'en évaluer les conséquences sur l'économie dans son ensemble, car cela poserait un problème empirique difficile.

Autre élément à prendre en considération, l'adoption de dispositions très libérales en matière de déduction des moins-values (c'est-à-dire, n'imposant que peu de restrictions quant au type de revenu imposable ouvrant droit à déduction des moins-values) peut ouvrir la porte à une autre forme de planification fiscale, à la fois plus difficile et plus onéreuse à administrer et à freiner. Des dispositions très généreuses en ce qui concerne la déduction peuvent encourager les investisseurs à caractériser certaines opérations de consommation comme des opérations commerciales en vue d'obtenir la déduction fiscale de certaines dépenses de consommation, ce qui n'est manifestement pas l'intention des autorités lorsque l'objectif du traitement libéral des moins-values est de ne pas entraver (voire même encourager) la prise de risque pour ce qui est des investissements (par opposition à la consommation). Autrement dit, ne pas restreindre la déduction des pertes peut, dans la pratique, revenir à subventionner certains éléments de consommation dans certains secteurs (par exemple, exploiter une ferme dans le cadre de ses loisirs) que le gouvernement n'entend peut-être pas cibler au moyen du régime fiscal ni autrement, ce résultat n'étant pas pris en compte dans le modèle élémentaire de répartition au sein du portefeuille d'un particulier.

De surcroît, si les résultats du modèle élémentaire de portefeuille sont intéressants et dignes de mention, ils sont, à certains autres égards, conditionnels. Mais surtout, ils ne tiennent pas compte des effets possibles sur le bien-être des personnes physiques de la variation des recettes publiques selon les différents systèmes possibles, en supposant que les recettes publiques sont utilisées pour financer des biens publics en général. Des travaux récents soulignent qu'une évaluation des effets de l'imposition des plus-values sur le risque devrait tenir compte de l'idée que le transfert du risque au gouvernement (par exemple, en permettant la déduction des pertes) puisse occasionner des coûts, la déduction des pertes produisant des effets aléatoires sur les recettes publiques et donc sur les dépenses et les emprunts publics et sur la politique fiscale.

Il est aussi essentiel de déterminer si le régime fiscal devrait encourager la prise de risque, au-delà de ce qui prévaut en l'absence d'imposition – non pas comme objectif en soi, mais pour encourager les activités qui ont des retombées positives et sont généralement plus risquées. Cela suscite des questions sur les externalités positives de certaines activités à risque élevé et de la manière de les cibler, sur les agents économiques auxquels ces externalités doivent être attribuées, ainsi que sur le type et les sources de défaillances du marché, et s'il en existe, sur la nécessité ou non de les corriger au moyen du régime fiscal ou d'un autre outil mieux adapté. L'examen de ces questions déborde largement le cadre de la présente étude.

Enfin, on peut ajouter que la grille de référence utilisée pour tirer les conclusions mentionnées ci-dessus de l'application du modèle de répartition du portefeuille d'une personne physique prend pour hypothèse que la prise de risque constitue un exercice rationnel dans lequel sont appréciés le patrimoine ainsi que les effets de substitution en fonction des indications fournies par le modèle. Dans la pratique, des considérations d'ordre fiscal peuvent intervenir dans les décisions d'allocation du portefeuille. Il convient donc d'interpréter soigneusement les orientations politiques sous-jacentes.

Dans le questionnaire, on demande aux pays s'ils prennent en compte l'influence possible de l'imposition des plus-values sur la prise de risque et, le cas échéant, la façon dont ils l'évaluent et ils en tiennent compte. Il leur est aussi demandé de fournir des renseignements sur les dispositions de « cantonnement des pertes » qu'ils ont adoptées au regard de l'imputation des moins-values.

La Norvège explique que l'un des objectifs principaux de l'importante réforme fiscale de 1992 qui instaurait le régime RISK (prévoyant l'imposition unique des dividendes, avec un avoir fiscal intégral, et des plus-values, assortie d'un réajustement en hausse de l'assiette fiscale des actions) était d'assurer la neutralité de l'imposition du revenu du capital qui n'affecterait pas les décisions de financement et d'investissement, et ne ferait pas obstacle à la prise de risque. En règle générale, dans le cadre de ce système, les moins-values peuvent être déduites des plus-values ainsi que de l'ensemble du revenu imposable provenant d'un emploi, d'une entreprise ou du capital.

De même, les effets possibles sur la prise de risque ont été pris en compte lorsqu'on a décidé de remplacer le régime RISK par un « modèle de l'actionnaire » (à compter de 2006). Dans le cadre du « modèle de l'actionnaire », qui vise principalement à réduire les incitations qu'il y avait, sous le régime RISK, à voir les revenus du travail imposés en tant que revenu du capital, le rendement supérieur au taux de rendement d'un actif sans risque est imposé à la fois au niveau de l'entreprise et du particulier. En revanche, un rendement inférieur à ce seuil est exonéré d'impôt pour les personnes physiques (il n'est imposé qu'après des entreprises), et il est possible de reporter toute portion non utilisée

des « rendements exonérés d'impôt » (voir Sorensen (2003) qui décrit le modèle de l'actionnaire). Les effets possibles sur la prise de risque ont été analysés au moment de la conception de ce nouveau régime. L'analyse a permis de conclure qu'un régime qui met à l'abri de l'impôt sur le revenu des personnes physiques le rendement d'opportunité d'un placement, et permet le report et la déduction sans restriction des « rendements exonérés d'impôt » non utilisés, est susceptible d'avoir un effet favorable sur la prise de risque pour les agents économiques diversifiant peu leurs investissements (par exemple, les entrepreneurs) par comparaison avec la situation qui prévalait dans le cadre du régime RISK. Toutefois, comme le modèle de l'actionnaire choisi s'écarte quelque peu d'un pareil régime, il pourra exercer une pression tant à la hausse qu'à la baisse sur la prise de risque. En conséquence, l'imposition suivant le modèle de l'actionnaire ne devrait pas avoir d'effet net important sur la prise de risque.

Aux États-Unis, il est possible de déduire jusqu'à 3 000 USD de moins-values excédentaires (des pertes qui ne peuvent être déduites de gains en capital) du revenu ordinaire ; il a plusieurs fois été proposé de relever ce plafond, sans succès jusqu'à présent. L'effet du taux d'imposition des gains en capital sur les incitations à la prise de risque fait souvent partie des raisons invoquées pour appliquer un taux d'imposition préférentiel aux gains en capital. Dans le présent contexte, on fait valoir que le plafonnement à 3 000 USD de l'imputation des moins-values sur d'autres revenus et la progressivité de l'impôt sur le revenu des personnes physiques auraient sinon pour effet de fausser le régime fiscal aux dépens des investissements risqués.

On affirme parfois que les investissements dans des entreprises nouvelles sont plus risqués que dans des entreprises établies de taille plus importante. En 1993, cette préoccupation a conduit les États-Unis à adopter une mesure prévoyant un taux d'exclusion de 50 % et un taux d'imposition maximal de 14 % pour les plus-values réalisées sur des actions de petites entreprises achetées lors d'une première émission et détenues pendant au moins cinq ans. L'entreprise doit avoir moins de 50 millions USD d'actifs (y compris le produit de l'émission) au moment de l'émission et satisfaire à un certain nombre d'exigences. Dans l'état actuel de la législation, cette disposition encore valide accorde bien peu d'avantages fiscaux par comparaison avec d'autres taux d'imposition applicables aux plus-values.

L'Irlande indique qu'au moment de la conception de son régime d'imposition des plus-values mis en œuvre en 1974 et 1975, on a tenu compte des effets sur la prise de risque pour établir le taux d'imposition des plus-values à 26 %, taux considérablement inférieur aux taux maximums applicables au revenu des particuliers et des sociétés en vigueur à l'époque. On a de plus porté une attention particulière au traitement fiscal des pertes. Plus spécialement, l'Irlande permet que les moins-values agrégées (afférentes à l'ensemble des actifs imposables) soient déduites des plus-values agrégées autres que les gains réalisés sur des terrains devant être aménagés. En général, il n'y a pas de catégorisation ni de cantonnement des plus-values et moins-values par type.

En Suède, les débats menés sur la conception de la politique fiscale ont souligné l'importance d'un traitement symétrique des plus-values et des moins-values pour ne pas freiner la prise de risque. Le Royaume-Uni s'emploie à cibler certains « actifs d'entreprise » spécifiques (plutôt que de s'attacher aux actifs risqués proprement dits) et à encourager l'investissement dans ces actifs par un traitement fiscal plus favorable. Le Royaume-Uni explique que son système d'impôt sur les plus-values permet d'imputer certaines pertes (provenant de la cession d'actions de sociétés commerciales non cotées) sur le revenu ordinaire. Certains placements en actions hautement risquées émises par les

PME peuvent aussi bénéficier d'une exonération de l'impôt sur les plus-values. En outre, l'impôt sur les plus-values est reporté lors de la cession de certains actifs d'entreprise, et notamment des actions de sociétés non cotées, ou lorsque le produit de la vente est réinvesti sur de nouveaux actifs satisfaisant aux critères du dispositif.

En Australie, la décision d'accorder un traitement préférentiel aux plus-values (taux d'inclusion de 50 %) s'expliquait notamment par le fait que l'investissement en capital est généralement moins sûr. De même, au Canada, seule la moitié des gains en capital réalisés est prise en compte dans la base d'imposition. Le régime fiscal des gains en capital intègre ainsi l'idée qu'une prise en compte totale pourrait avoir plusieurs résultats indésirables, et réduire notamment la prise de risque. Des dispositions permettant une imposition différée s'appliquent également, aux termes desquelles l'impôt sur les gains en capital réalisés au titre de placements dans des petites entreprises éligibles peut être différé si le produit de la cession est réinvesti dans d'autres placements du même type. Les pouvoirs publics espagnols ont pour leur part estimé qu'imposer les plus-values à long terme à un taux préférentiel (proportionnel) plutôt qu'aux taux ordinaires de l'impôt sur le revenu (taux progressifs) stimulerait l'investissement dans des activités risquées.

La Nouvelle-Zélande indique que, pour évaluer s'il convient ou non d'imposer les gains en capital, elle commence par examiner les incidences sur la prise de risque, l'objectif politique étant de maintenir la neutralité des décisions d'investissement (elles ne doivent tenir compte que des facteurs de marché et non de considérations fiscales). Dans un contexte de prise de risque, l'imposition des plus-values ne doit pas en théorie dissuader (ni encourager) les placements dans des actifs risqués.

Lorsque la déduction intégrale des pertes est possible, l'imposition des plus-values doit normalement inciter les investisseurs à augmenter leurs placements dans des actifs à risque, le partage des gains et pertes permettant de répartir un risque qui ne pourrait l'être par l'interaction normale des mécanismes de marché. Toutefois, dans la pratique, l'imposition des plus-values réalisées incite à différer l'impôt sur les gains et à réaliser immédiatement les pertes sur les actifs dont la valeur a chuté et les déduire, ce qui encourage la planification fiscale et risque d'éroder la base d'imposition. La méthode souvent utilisée en pratique pour remédier à cette situation consiste à cantonner les moins-values de telle manière qu'elles ne puissent être imputées que sur des revenus de même nature (plus-values imposables). Imposer pleinement les profits tirés de la prise de risque, sans permettre l'imputation totale des pertes a pour effet de réduire le rendement attendu des placements et incite les investisseurs à se détourner des actifs les plus risqués (bien que dans une moindre mesure que si l'État ne permettait aucune déduction de moins-values). La prise de risque est donc moindre que celle qui existerait en l'absence d'imposition. Cela étant, on estime en Nouvelle-Zélande que l'absence d'imposition intégrale des plus-values minimise l'incidence des considérations fiscales sur la prise de risque. Cet argument est désigné comme un facteur ayant eu une influence déterminante sur la décision de ne pas imposer les plus-values.

La décision prise par la République tchèque d'exonérer les plus-values sur les valeurs détenues durant plus de six mois se fonde sur une évaluation qualitative selon laquelle ce régime encouragerait l'investissement à long terme et dissuaderait les transactions spéculatives à court terme. Les autorités tchèques ont décidé de cantonner les moins-values afin d'éviter une prise de risque excessive et de contrer dans le même temps les stratégies d'évasion fiscale. Le Danemark, la Finlande, l'Allemagne et les Pays-Bas indiquent que pendant longtemps, la question de la prise de risque n'est pas entrée en ligne de compte dans les décisions concernant la fiscalité des plus-values.

Incidence possible de l'impôt sur les plus-values sur le coût du capital et la politique financière des entreprises

Outre leur influence sur les choix que font les ménages concernant la répartition entre actifs sûrs et actifs risqués et la diversification de leurs portefeuilles, les différents taux d'imposition des particuliers qui s'appliquent aux intérêts, aux dividendes et aux plus-values peuvent avoir une incidence sur les décisions des entreprises. Avec une imposition moindre des plus-values que des dividendes, par exemple, la politique de distribution des sociétés risque d'être influencée par le régime fiscal, dissuadant les sociétés de distribuer leurs bénéfices sous forme de dividendes. Comme on l'a vu, un report de l'impôt sur les plus-values qui en réduit le taux effectif peut entraîner un effet de « blocage des transactions des sociétés ». Si le taux de droit commun applicable aux plus-values est relativement faible par comparaison au taux d'imposition des dividendes, il est de même possible que les sociétés soient dissuadées de verser des dividendes. Le fait que les rachats d'actions soient limités et que l'entreprise préfère, pour des raisons fiscales, conserver ses profits peut avoir une incidence négative et empêcher une allocation efficiente du capital.

Selon le régime fiscal applicable à « l'actionnaire marginal », l'imposition des plus-values peut influencer sur la politique financière des sociétés en affectant le coût relatif des diverses sources de financement (emprunts, bénéfices non répartis et augmentations de capital) et soulever dans certains cas des problèmes d'ordre politique. Des taux d'imposition effectifs des plus-values et des dividendes relativement élevés peuvent accentuer une distorsion fiscale favorisant le financement par emprunt avec déductibilité des intérêts. De tels taux d'imposition peuvent être gênants si les ratios dettes/actifs sont relativement élevés, faisant planer le spectre d'une instabilité des marchés de capitaux.

En plus de fausser le choix des entreprises entre les autres sources, marginales, de capitaux, l'imposition entre les mains de l'actionnaire du rendement du capital peut influencer sur les décisions des entreprises quant au volume d'investissements à effectuer, sachant que le rendement du placement doit couvrir le coût de financement. Autrement dit, la politique d'imposition des plus-values, comme celle qui s'applique aux dividendes, peut dans certains cas avoir une incidence sur le niveau des investissements, et non pas simplement sur le montage utilisé pour les financer, en influant sur le coût moyen pondéré des fonds. En outre, la structure relative de l'impôt sur les plus-values peut aussi influencer sur le moment où les investissements sont réalisés (par opposition à leur montant).

Le rapport étudie les résultats essentiels obtenus grâce à la méthodologie de King-Fullerton, souvent utilisée pour évaluer les conséquences possibles de l'imposition auprès des personnes physiques du rendement de leurs placements sur le coût du capital et il aborde les implications que peuvent avoir différents taux d'imposition des particuliers applicables aux plus-values, dividendes et intérêts et taux d'imposition des bénéfices des sociétés. Comparer les différents coûts du capital qui découlent des différentes sources de financement peut mettre en lumière une éventuelle incidence de l'imposition de l'actionnaire sur la politique financière. En particulier, lorsque, du fait de cette charge fiscale, le coût du capital est différent selon la source de financement, la fiscalité peut inciter les entreprises à choisir les sources les moins onéreuses, les coûts relatifs étant influencés par l'imposition. Ces résultats nous permettent d'examiner quels sont les taux d'imposition relatifs de l'actionnaire et des sociétés pour lesquels l'incidence du système fiscal est neutre sur la politique financière des entreprises (c'est-à-

dire que le coût du capital est identique quelles que soient les sources de capitaux, comme ce serait le cas en l'absence d'imposition).

Le questionnaire demande aux pays si les incidences possibles d'une imposition des plus-values sur le coût du capital et la politique financière des sociétés sont prises en compte lors de l'élaboration des politiques fiscales et, le cas échéant, selon quelles modalités. Il les invite également à aborder la question de l'incidence de l'imposition des plus-values sur les politiques des entreprises en matière de distribution.

Les États-Unis évoquent le problème politique que pose l'imposition des plus-values afférentes aux actions de sociétés, pratique qui contribue à la double imposition des bénéfices des sociétés et qui dissuade les investissements sur fonds propres, notamment par voie d'émission de nouvelles actions. En outre, l'imposition des plus-values à des taux inférieurs à ceux qui s'appliquent aux dividendes et la possibilité d'utiliser plus rapidement le capital versé encouragent les entreprises à redistribuer les bénéfices aux actionnaires en procédant à des rachats d'actions plutôt qu'au versement de dividendes. Afin d'illustrer l'incidence de ces considérations sur la formulation des politiques, les États-Unis notent que la baisse récente du taux d'imposition des dividendes et des plus-values était motivée dans une large mesure par les distorsions provoquées par la double imposition des bénéfices des sociétés. Ce taux minoré s'applique désormais aux dividendes et aux plus-values, ce qui réduit l'incitation à distribuer les bénéfices par rachat d'actions plutôt que par versement de dividendes. La législation précédente prévoyait pour sa part un taux d'imposition moins élevé pour les plus-values que pour les dividendes. Cette disposition réduit également les avantages fiscaux associés au financement par emprunt par opposition au financement par augmentation de capital.

En 1994, la Suède appliquait aux intérêts et aux plus-values des particuliers des taux d'imposition positifs, bien que différents, et un taux nul sur les dividendes (ce qui impliquait une double imposition des bénéfices non distribués). On estimait alors que l'importance de l'effet de « blocage des transactions des sociétés » - à savoir, des incitations fiscales à la distribution des bénéfices sous forme de dividendes, sous-tendant l'émission d'une quantité importante de nouvelles actions à des fins de financement - était mineure au regard des pertes d'efficacité accompagnant la double imposition des bénéfices distribués. Le cadre théorique basé sur le modèle King-Fullerton utilisé pour évaluer et justifier cette politique partait du principe que les petites et moyennes entreprises évoluaient dans des conditions d'économie fermée, ce qui impliquait notamment que les taux d'imposition nationaux des particuliers auraient une incidence sur le coût du capital des sociétés.

Au milieu des années 90, le cadre théorique sous-tendant les décisions de politique fiscale de la Suède (une nouvelle fois basé sur le modèle King-Fullerton) reprit l'hypothèse d'une économie ouverte de petite taille, au sein de laquelle les PME elles-mêmes sont influencées par le taux de rentabilité requis au niveau international, ce qui suggère que les taux d'imposition nationaux n'ont aucune incidence sur le coût du capital. Au contraire, les différents taux d'imposition des différents types d'épargne passaient pour influencer exclusivement les décisions d'allocation de portefeuille des ménages et, partant, la structure de propriété des actifs. S'appuyant sur ces conclusions, le gouvernement a alors réintroduit les règles de l'importante réforme fiscale de 1990-91, en instaurant en 1995 un taux d'imposition uniforme distinct pour tous les revenus du capital (dividendes, gains en capital et intérêts), qui est toujours en vigueur aujourd'hui.

La Finlande et la Norvège indiquent aussi que les pouvoirs publics ont analysé les distorsions fiscales affectant la politique financière des sociétés au moyen de modèles d'évaluation inspirés de celui de King-Fullerton. La réforme fiscale engagée en Finlande au début des années 90, qui instaurait un régime dual d'imposition, a abaissé les taux d'imposition sur les sociétés et sur les revenus du capital et introduit un avoir fiscal, pour instaurer une plus grande neutralité fiscale vis-à-vis des décisions de financement. En l'occurrence, le modèle King-Fullerton a servi à repérer les distorsions existant avant la réforme. De même, les distorsions fiscales qui peuvent affecter la politique financière sont un des principaux enjeux de la réforme fiscale norvégienne de 1992. Elle a notamment abouti à l'instauration d'un système permettant d'éviter la double imposition des dividendes (imputation complète) ou des plus-values (système RISK). L'objectif politique de neutralité fiscale en matière de politique financière trouvait encore écho dans le nouveau « modèle de l'actionnaire » régissant l'imposition des revenus de l'actionnaire (plus-values et dividendes).

Selon les responsables britanniques, l'impôt sur les plus-values ne devrait exercer qu'une influence très limitée sur la politique financière des sociétés. Dans une économie ouverte de petite taille exonérant les dividendes et les plus-values des fonds de pension et des non-résidents, l'investisseur marginal sera sans doute exonéré (ce qui implique que le coût des capitaux est indépendant de l'impôt national sur les plus-values). La plupart des placements inframarginaux sont également exonérés lorsque l'on tient compte du seuil annuel d'exonération des plus-values, du taux d'imposition effectif de 0 % sur les dividendes pour les contribuables assujettis au taux réduit ou au taux de base et des comptes individuels d'épargne défiscalisés de type ISA. Les éventuels problèmes de neutralité du système fiscal sont évalués au moyen d'une grille d'analyse permettant de mesurer le taux d'imposition effectif de différentes formes de revenu du capital, de différents types d'actifs, de différents types de contribuables et des diverses formes juridiques d'entreprise. Ce modèle est utilisé pour évaluer si les modifications politiques proposées peuvent accentuer les éventuels problèmes de neutralité ; il tient compte du fait que ces incidences peuvent être limitées (en raison de l'ouverture du marché financier et du rôle important des investisseurs institutionnels).

L'Australie calcule les taux d'imposition effectifs afin d'évaluer les conséquences fiscales pour l'investisseur (marginal) en actions de divers modes de financement de l'investissement, par emprunt, par augmentation de capital ou par réinvestissement des bénéfices. Les distorsions possibles eu égard à la politique financière des sociétés ont également joué sur les décisions de l'Australie en matière d'imposition des plus-values, notamment celle d'accorder un traitement préférentiel aux plus-values réalisées sur des actifs conservés au moins 12 mois. Ce régime vise entre autres à réduire le coût du capital et à encourager l'investissement.

La Nouvelle-Zélande précise qu'elle utilise également la méthodologie King-Fullerton pour analyser les éventuelles distorsions fiscales que pourrait subir la politique financière des sociétés. Selon les autorités néo-zélandaises, même si on peut penser que l'imposition des plus-values va dissuader le réinvestissement des bénéfices, cet effet peut aussi contrer d'autres distorsions fiscales favorables au financement par émission d'actions au point d'améliorer la neutralité de l'imposition des plus-values. Il est cependant très difficile d'évaluer l'incidence nette globale de l'imposition, et notamment celle qu'aurait sur la politique financière une imposition des plus-values, car les taux d'imposition non uniformes applicables aux sociétés et aux particuliers déséquilibrent aussi la politique financière des sociétés de multiples et complexes façons. Ainsi les effets

possibles de l'imposition des plus-values sur le coût du capital ne paraissent pas jouer de manière décisive sur la décision des pouvoirs publics d'y recourir ou non.

Problématiques de l'élaboration d'un impôt sur les plus-values

Les réponses au questionnaire mettent en évidence plusieurs considérations qui interviennent dans l'élaboration des règles d'imposition des plus-values en déterminant leur application et leurs conséquences sur l'économie. Il s'agit des problématiques suivantes : imposition des plus-values réalisées ou des plus-values latentes, utilisation du barème de l'impôt sur le revenu ou d'un régime distinct, traitement des pertes (par exemple, cantonnement), possibilités de différé d'imposition, régime applicable aux gains provenant de la résidence principale et à la composante « inflation » des plus-values, traitement des gains provenant de biens personnels détenus par des non-résidents et, enfin, questions de transition. Plusieurs des questions soulevées dans le rapport concernant ces thèmes ont déjà été relevées dans le présent document et quelques renseignements sont ajoutés ci-dessous.

Tous les pays ayant répondu imposent au moins certaines plus-values dégagées par les particuliers, la plupart se basant à cet effet *sur les plus-values réalisées* et non sur les plus-values latentes. La Nouvelle-Zélande constitue une exception et impose les plus-values latentes sur les obligations de sociétés. Le système traditionnel, fondé sur la réalisation, tient compte du fait qu'une imposition des revenus latents pose dans certains cas de sérieux problèmes d'évaluation et de disponibilité de ressources.

Les pays interrogés indiquent que le *taux de droit commun applicable aux plus-values et moins-values* (plus particulièrement, le taux de droit commun effectif, compte tenu du taux auquel sont prises en compte les plus-values et moins-values), qu'il relève de l'impôt sur le revenu ou d'un système distinct d'imposition des plus-values, peut influencer fortement sur la planification fiscale. Un taux d'imposition des plus-values supérieur ou inférieur au taux d'imposition applicable aux intérêts et dividendes peut également fausser le choix des investissements d'un portefeuille, ainsi que la politique financière et la politique de distribution des entreprises, comme on l'a mentionné, ce qui pose des problèmes d'efficience.

Comme on l'a vu dans le résumé des principales considérations fiscales influant sur le régime applicable aux plus-values, la protection de l'assiette fiscale constitue un objectif politique clé pour tous les pays participants, notamment ceux qui disposent d'un système d'imposition intégrale des plus-values. Si, dans l'optique de protéger la base d'imposition, il peut être utile d'aligner le taux de droit commun applicable aux plus-values imposables sur celui qui s'applique aux intérêts, aux dividendes et au revenu du travail, il faut aussi tenir compte de certaines autres considérations. La crainte qu'un régime d'imposition des plus-values n'aboutisse à bloquer les transactions ainsi qu'un certain nombre d'autres facteurs ont incité la Nouvelle-Zélande à renoncer à cette forme d'imposition. D'autres pays ont réduit le taux d'imposition effectif des plus-values pour des raisons analogues et dans certains cas, pour les gains à long terme ou des types de biens ciblés. Dans le cadre d'un régime dual d'imposition, l'imposition du rendement des investissements, y compris les plus-values, à un taux inférieur au taux appliqué au salaire en est une composante essentielle.

Comme on l'a vu à propos des effets de l'imposition des plus-values sur la prise de risque, *des règles de « cantonnement » restreignant la déduction des pertes* ont été

adoptées dans la plupart des pays pour protéger l'assiette fiscale contre diverses formes de planification fiscale. Le rapport passe en revue les restrictions aux déductions des moins-values en ce qui concerne au moins certaines cessions et on observera une grande diversité des règles d'un pays à l'autre. On peut citer l'Australie comme cas représentatif. Les moins-values subies au cours de l'année peuvent y être déduites des plus-values réalisées au cours de l'année, ou reportées en avant indéfiniment pour réduire les plus-values réalisées au cours d'années futures, mais ne peuvent réduire les revenus d'autres sources du contribuable. En Norvège, les règles de déduction des pertes sont relativement généreuses et permettent généralement de déduire les moins-values du revenu ordinaire, alors que d'autres pays (par exemple, le Canada, le Royaume-Uni) n'offrent une telle souplesse que pour les moins-values subies sur certains investissements précis présentant des risques élevés. Les États-Unis optent quant à eux pour un plafonnement général du montant des moins-values résiduelles pouvant être déduit du revenu ordinaire. La Suède fait état d'un assouplissement graduel au fil du temps des règles applicables à la déduction des moins-values, alors que le Danemark indique qu'il a récemment modifié ses règles en la matière pour permettre de déduire les moins-values réalisées sur actions non cotées de l'ensemble des autres revenus.

Plusieurs pays participants ont souligné l'importance que revêtent dans le système d'imposition les *possibilités de « différé d'imposition »* permettant aux contribuables de retarder le paiement de l'impôt susceptible d'être dû par ailleurs sur les plus-values. L'imposition des plus-values réalisées vise principalement à éviter les problèmes d'évaluation et de trésorerie associés à une imposition des gains latents. Ils peuvent continuer de se poser pour certaines cessions ouvrant droit à un différé d'imposition. Dans les autres cas, d'autres considérations peuvent être évoquées pour justifier ces différés (par exemple, la prise en compte de l'unité fiscale appropriée et les questions de compétitivité et d'efficience).

Les réponses au questionnaire permettent de dégager pour les personnes physiques trois formes de *reports concernant un même actif*. Une forme courante concerne les transferts de propriété au sein d'une même famille. La deuxième forme de « report » de ce type existe aux Pays-Bas ; elle permet de différer l'impôt sur les plus-values lorsque des actifs d'entreprise sont vendus à un salarié ou à un associé d'une même société de personnes. Le troisième allègement de ce type concerne les actifs transférés par un entrepreneur individuel ou une société de personnes à une société (par exemple, une société dont l'entrepreneur individuel est propriétaire de la totalité des actions, à l'exemple encore une fois de l'Australie).

Les pays interrogés ont aussi indiqué l'existence de trois formes de *différé d'imposition concernant un actif de remplacement*, soit l'échange d'actifs contre des actions, l'échange d'un actif contre un actif et l'échange d'actions contre des actions. Dans le premier cas, des actifs d'entreprise sont investis dans une société en contrepartie d'une participation dans son capital, la possibilité de différé tenant compte de la continuité de l'exploitation de l'entreprise et du fait que la plus-value sur les actifs d'entreprise n'est pas véritablement réalisée. L'investissement du produit de la *cession d'actifs d'entreprise dans des actifs d'entreprise de remplacement* ouvre droit à une autre forme de différé de ce type. Le Royaume-Uni, par exemple, reporte l'imposition des gains provenant de la cession de certains actifs utilisés dans le cadre d'un commerce, d'une activité libérale ou d'une autre activité indépendante lorsque le produit est réinvesti dans des actifs d'entreprise de remplacement éligibles. Cette politique s'explique par la volonté d'éviter que le capital de l'entreprise ne soit grevé par un impôt sur l'aliénation

de l'ancien actif, ce qui pourrait constituer un frein à la modernisation et à l'expansion. Enfin, plusieurs pays offrent une possibilité de différé d'imposition en cas de réorganisations d'entreprise, notamment des fusions et acquisitions, dans le cadre desquelles *des actions sont échangées contre d'autres actions*. La Suède, par exemple, comme d'autres pays de l'UE, applique des règles de différé pour les échanges d'actions satisfaisant à une certaine directive de l'UE. Ce régime reconnaît la nature « immatérielle » de la transaction, c'est-à-dire, la continuité de l'investissement sous-jacent et l'absence de véritable réalisation d'une plus-value/moins-value lors de la restructuration.

Le questionnaire sur les plus-values demandait aussi aux pays d'exposer le ***traitement réservé à la résidence personnelle du contribuable***. Même si les plus-values réalisées sur les résidences sont normalement imposables sur la base du revenu global, plusieurs pays prévoient une exonération complète, mais d'ordinaire soumise à certaines conditions. En Australie, où les résidences personnelles sont généralement exonérées de l'impôt sur les plus-values, il y a assujettissement partiel dès lors que le contribuable utilise sa résidence pour se procurer des revenus. Aux Pays-Bas, les plus-values réalisées sur la résidence principale sont exonérées d'impôt, sauf si cette résidence est utilisée à des fins commerciales. De même, en Nouvelle-Zélande comme en Allemagne, la résidence n'est pas assujettie à l'impôt sur les plus-values si elle n'est pas utilisée à des fins commerciales. Certains pays (par exemple, la République tchèque, l'Islande et la Norvège) exigent que le contribuable ait été propriétaire de sa résidence et l'ait habitée pendant une période minimale donnée ou du moins l'ait habitée au moment de la cession (par exemple, au Danemark). D'autres pays permettent un différé d'imposition grâce à des dispositions à cet effet (l'Espagne, la Suède et, à certaines conditions, l'Islande).

Le ***traitement de la composante « inflation » des plus-values (nominales)*** constitue également l'une des problématiques soulignées. Un modèle fiscal de référence imposant le revenu global se contenterait d'inclure les plus-values *réelles* dans la base d'imposition. L'Espagne prévoit un allègement de ce type pour les biens immeubles ; c'est également le cas du Luxembourg pour les bâtiments. La plupart des pays de l'OCDE ne font toutefois aucun effort pour ajuster les plus-values nominales de façon à compenser la composante « inflation ». Cela s'explique notamment par la raréfaction générale des gains dus à l'inflation, et par la complexité du dispositif qui en découlerait. En Australie, l'indexation des gains a été remplacée en 1999 par le régime de l'inclusion à 50 % des gains réalisés sur les biens détenus pendant au moins un an. Le Royaume-Uni a de même remplacé pour les particuliers le dégrèvement correspondant à l'indexation par un abattement dégressif exonérant une part croissante des plus-values en fonction de la durée de conservation de l'actif.

Certains répondants ont indiqué que le ***traitement des non-résidents*** constitue un aspect essentiel du système d'imposition, le régime appliqué variant considérablement d'un pays à l'autre. Le Danemark, par exemple, n'impose pas les particuliers non résidents sur les plus-values provenant de participations qu'elles seraient susceptibles d'avoir dans des entreprises ou des portefeuilles situés au Danemark. Les plus-values réalisées par des non-résidents sur des biens immeubles nationaux (terrains) sont imposées par certains pays (par exemple, l'Australie, la Norvège, l'Espagne et, si le bien immeuble est détenu depuis 10 ans ou moins, l'Allemagne), alors que les gains réalisés sur les actions de sociétés résidentes peuvent être imposés selon que le non-résident est ou non propriétaire d'une participation importante (par exemple, en Australie, pour les sociétés cotées, en Allemagne, au Luxembourg et aux Pays-Bas). Certains pays (par

exemple, la Suède), appliquent des règles spéciales aux termes desquelles les plus-values latentes imposables sont réputées réalisées lorsqu'un résident devient un non-résident, et d'autres exigent l'impôt au moment de la réalisation (par exemple, la Norvège, qui impose les plus-values réalisées sur les actions d'une société norvégienne détenues par un non-résident ayant été un résident norvégien à un moment quelconque durant les cinq années précédant immédiatement la réalisation).

Ces problématiques, et d'autres aspects encore, sont résumés dans les tableaux joints au rapport. Ces informations ainsi que l'évaluation par les pays membres des enjeux de l'imposition des plus-values des particuliers permettront peut-être aux analystes et aux pouvoirs publics de faire utilement le point sur cet intéressant volet de la fiscalité.

Introduction

De quels facteurs les autorités tiennent-elles compte pour décider de l'imposition des plus-values réalisée par les particuliers ? Comme dans d'autres domaines, les choix et décisions définitives en matière d'imposition doivent satisfaire des intérêts souvent conflictuels, telles la protection de l'assiette fiscale et l'ampleur des recettes requises, ainsi que les impératifs d'efficacité et d'équité et les considérations de discipline et d'administration fiscales ayant aussi leur place.

Le présent rapport publie les conclusions auxquelles a abouti un projet impliquant les délégués du Groupe de travail n° 2 du Comité des affaires fiscales de l'OCDE visant à étudier les enjeux importants dont il convient de tenir compte pour décider d'imposer ou non les plus-values des personnes physiques et les caractéristiques possibles d'un régime d'imposition. L'exercice a nécessité l'examen de certains points importants dégagés dans des publications relatives aux finances publiques : l'effet de « blocage des transactions » de l'imposition des plus-values, l'incidence de cette imposition sur la prise de risque et ses effets sur le coût du capital et la politique financière des entreprises. Le rapport est articulé autour des constatations ressortant des réponses données à un questionnaire distribué aux délégués pour recueillir des renseignements sur l'incidence de certains enjeux, dont ceux qui précèdent, sur l'élaboration du régime d'imposition applicable aux plus-values dans les pays membres.

Le questionnaire visait aussi à recueillir des renseignements sur les règles élémentaires d'imposition des plus-values des particuliers dans chaque pays membre. Pour pouvoir comparer les pays entre eux, l'étude porte sur les situations « purement nationales » (investisseurs nationaux tirant des plus-values d'actifs nationaux). Ont répondu au questionnaire 20 pays de l'OCDE : l'Australie, le Canada, la République tchèque, le Danemark, la Finlande, l'Allemagne, l'Espagne, les États-Unis, l'Irlande, l'Islande, l'Italie, le Luxembourg, le Mexique, la Nouvelle-Zélande, la Norvège, les Pays-Bas, le Portugal, la République slovaque, le Royaume-Uni et la Suède. Une série de tableaux insérés dans le rapport résumant les renseignements concernant les régimes d'imposition des plus-values de l'ensemble de ces pays ainsi que d'autres pays de l'OCDE.

Le chapitre premier commence par aborder les enjeux qui, selon les pays ayant participé au questionnaire (« les pays participants »), sont de toute première importance pour les décisions concernant les plus-values des particuliers : la pérennisation des recettes fiscales ; les considérations d'efficacité, notamment l'effet « de blocage des transactions » ; les impératifs d'équité horizontale et verticale ; la promotion de l'épargne et des investissements ; et l'allègement du fardeau de la discipline et de l'administration fiscales. Le chapitre premier s'intéresse essentiellement à l'effet de blocage des transactions, compte tenu de l'importance que lui accordent les réponses au questionnaire et des multiples préoccupations soulevées, notamment : les facteurs susceptibles de freiner la diversification des portefeuilles et les distorsions affectant la répartition du

capital productif ainsi que d'autres rigidités et les pertes d'efficacité connexes ; la probabilité d'incitations à bloquer les transactions et les conséquences de l'octroi d'un traitement fiscal préférentiel aux plus-values à long terme ; et l'incidence sur le blocage des transactions du traitement des plus-values au décès. Les points de vue très divers des pays sur la question du blocage des transactions sont examinés, ainsi que les différentes méthodes utilisées pour atténuer l'incitation à bloquer les transactions. L'annexe A contient une analyse technique de l'effet de blocage des transactions que l'imposition des plus-values réalisées est susceptible de produire, diverses dispositions proposées pour neutraliser l'effet de blocage des transactions et les problèmes de mise en œuvre qu'elles soulèvent.

Le chapitre 2 examine deux enjeux jugés importants par plusieurs pays participants, soit la complexité relative de la recherche des effets potentiels de l'imposition des plus-values et la possibilité d'avoir recours à diverses grilles d'analyse (modèles économiques) susceptibles de guider la formulation des politiques. Plus particulièrement, cette partie de l'étude s'intéresse à l'incidence possible de l'imposition des plus-values sur la prise de risque par les particuliers (l'allocation du portefeuille entre actifs sûrs et actifs à risque), ainsi que sur le coût du capital et la politique financière des entreprises. L'analyse de la prise de risques met en exergue les effets potentiellement dissuasifs d'une imputation restreinte des moins-values, et l'analyse des effets possibles sur le coût du capital et la politique financière de l'entreprise permet de constater que les résultats dépendent du traitement fiscal réservé à l'« actionnaire marginal ».

L'annexe C contient une analyse technique de l'incidence possible de l'impôt sur les plus-values sur la prise de risque par les ménages (la répartition des actifs sûrs et des actifs à risque au sein du portefeuille), basée sur les travaux de Domar et Musgrave (1944), de Stiglitz (1969) et d'Atkinson et Stiglitz (1980). L'annexe D montre l'application d'un cadre élémentaire de référence de type « King-Fullerton », souvent utilisé par les analystes pour prévoir les effets que l'impôt sur les plus-values, l'imposition des dividendes, celle des intérêts et l'impôt sur le revenu des sociétés sont susceptibles d'avoir sur le coût du capital et la politique financière des entreprises, sur la base des travaux de Auerbach (1979), Fullerton et King (1984), Edwards et Keen (1984) et Sinn (1987, 1991).

Les pays ont identifié dans leurs réponses plusieurs problèmes liés à la conception des règles encadrant l'impôt sur les plus-values qui ont une incidence sur leur application ainsi que sur les répercussions qu'elles ont en définitive sur les recettes fiscales et le partage de la charge fiscale entre groupes de contribuables, sur la diversification des portefeuilles et la prise de risque au sein de l'économie, et sur le coût du capital des investissements et la politique des entreprises en matière de financement et de distribution. Le volet conception est abordé dans l'étude sous les angles suivants : l'imposition des gains réalisés ou des gains latents ; l'application du barème de l'impôt sur le revenu des personnes physiques ou d'un impôt sur les plus-values distinct ; le traitement (par exemple, le cantonnement) des pertes ; les dispositions permettant un différé d'imposition ; le traitement des gains réalisés par un contribuable sur sa résidence principale ; le traitement de la composante inflation des plus-values ; le traitement des gains réalisés sur des biens personnels détenus par des non-résidents ; et enfin, les questions de transition.

Les tableaux 1.1, 2.1 et 3.2 qui figurent dans les chapitres 1, 2 et 3, section B, C et D, respectivement, de la publication comparent en bref divers aspects de l'imposition des plus-values et des moins-values des particuliers dans les pays de l'OCDE, en date du

1^{er} juillet 2004. Le tableau 1.1 indique d'abord si les plus-values imposables sont assujetties à un impôt sur le revenu des personnes physiques ou à un impôt sur les plus-values distinct, et si l'imposition est individuelle ou conjointe. Ce tableau présente également un résumé du régime d'imposition applicable aux gains réalisés sur des actions détenues en portefeuille, des obligations de sociétés détenues en portefeuille, la résidence principale d'un contribuable et les biens d'entreprise qui ne font pas partie d'un inventaire de marchandises. Le tableau 2.1 examine les règles d'imputation des moins-values afférentes aux biens non commerciaux, indiquant si ces pertes peuvent être déduites seulement des plus-values correspondantes, ou également d'autres gains, et si les pertes résiduelles peuvent être déduites d'autres revenus (revenu de placement, voire revenu ordinaire). Ce tableau indique également si le report à nouveau (et potentiellement en arrière) est possible, et si d'autres pertes que les moins-values peuvent être déduites des plus-values. Le tableau 3.2 présente un résumé des dispositions régissant les différés d'imposition, présentant séparément le « différé pour un même bien » et le « différé pour un bien de remplacement », et faisant état de diverses catégories à l'intérieur de chacune de ces rubriques.

Chapitre 1.

Les grands enjeux de l'imposition des plus-values

Ce chapitre aborde en premier lieu les enjeux qui, selon les pays participants, sont de toute première importance pour les décisions concernant les plus-values des particuliers : la pérennisation des recettes fiscales ; les considérations d'efficacité, notamment l'effet « de blocage des transactions » ; les impératifs d'équité horizontale et verticale ; la promotion de l'épargne et des investissements ; et l'allègement du fardeau de la discipline et de l'administration fiscales. Le chapitre s'intéresse essentiellement à l'effet de blocage des transactions, compte tenu de l'importance que lui accordent les réponses au questionnaire et des multiples préoccupations soulevées, notamment : les facteurs susceptibles de freiner la diversification des portefeuilles et les distorsions affectant la répartition du capital productif ainsi que d'autres rigidités et les pertes d'efficacité connexes ; la probabilité d'incitations à bloquer les transactions et les conséquences de l'octroi d'un traitement fiscal préférentiel aux plus-values gains à long terme ; et l'incidence sur le blocage des transactions du traitement des plus-values au décès. Les points de vue très divers des pays sur le blocage des transactions sont examinés, ainsi que les différentes méthodes utilisées pour atténuer l'incitation à bloquer les transactions.

On avait demandé aux pays, dans le questionnaire sur l'imposition des plus-values, de dégager les grands enjeux affectant la décision politique d'imposer ou non les plus-values des particuliers (et la méthode d'imposition), en s'attardant sur les situations « purement nationales » (les plus-values et moins-values que génèrent des actifs nationaux pour des contribuables résidents). Le présent chapitre examine ces enjeux tels qu'ils ont été dégagés par les pays participants. Le tableau 1.1 présente un résumé sélectif du traitement accordé aux plus-values et moins-values des personnes physiques dans chaque pays de l'OCDE.

Il est utile de commencer l'analyse en se penchant sur la réponse de la Nouvelle-Zélande – pays de l'OCDE qui n'impose pas intégralement les plus-values (voir l'encadré 1) – qui a d'abord examiné, avant de décider de l'imposition des plus-values, la notion économique de revenu global. Une définition globale (selon Haig-Simons) du revenu ne fait aucune distinction entre le revenu provenant de recettes (revenu d'entreprise) et le revenu généré par le capital (revenu du capital). Le revenu global correspond tout simplement à la somme des fluctuations de l'actif net d'un particulier au cours d'une période donnée, majorée des sommes consacrées à la consommation. Il représente l'augmentation de sa faculté contributive. Selon le critère du revenu global, il s'ensuit que les ménages sont assujettis à un impôt sur les gains produits par la cession de biens financiers et immeubles, que ces gains soient « spéculatifs » ou non, qu'ils s'apparentent ou non à un revenu d'entreprise ou qu'ils soient passifs, en tant que revenus du capital.

Encadré 1.1 Imposition « intégrale » des plus-values des personnes physiques

Dans la pratique, déterminer si un régime fiscal peut être considéré comme imposant « intégralement » les plus-values est un peu arbitraire, puisqu'aucun pays n'a adopté un système véritablement intégral (qui fait en sorte d'imposer sur la base des droits constatés tous les gains réels accumulés au moment de la cession des biens financiers et immeubles). En effet, tous les pays (y compris tous ceux qui ont participé à la présente étude) exonèrent au moins certaines plus-values. Aux fins du présent rapport, un régime fiscal passe pour imposer intégralement les plus-values des personnes physiques si l'assiette correspondante (aux fins de l'impôt sur le revenu des personnes physiques, ou aux fins d'un impôt sur les plus-values distinct) englobe les gains réalisés et les pertes subies sur les parts de sociétés cotées ou non détenus dans des portefeuilles de placements, notamment les gains réalisés et les pertes subies sur des actions détenues pendant plus de un an. L'imposition des gains et pertes afférents à des actifs détenus pendant moins de un an (les « gains spéculatifs » à court terme) ne permettrait pas en soi de conclure à une imposition intégrale, mais plutôt à l'imposition de gains ou pertes au titre d'un revenu (commercial) d'entreprise. L'imposition des gains réalisés et des pertes subies par des investisseurs détenant une participation importante, dans un système qui exonère par ailleurs les gains (non spéculatifs) ne permettrait pas non plus de conclure à l'existence d'un régime d'imposition intégrale. De telles dispositions ne servent, de façon limitée, qu'à dissuader les investisseurs détenant une participation importante de mettre en œuvre des stratégies de planification fiscale visant à réduire l'impôt dont ils sont redevables en convertissant les rendements imposables des investissements et/ou le revenu du travail en plus-values exonérées d'impôt.

Tous les pays participants imposent au moins certaines des plus-values réalisées par des personnes physiques. Comme on l'a vu, si les plus-values ne sont pas intégralement imposées, il existe d'ordinaire des dispositions législatives applicables à certains gains ayant pour but i) d'imposer les gains qui font partie du revenu d'entreprise au moyen soit de l'imposition des gains spéculatifs à court terme, à savoir, les gains réalisés sur des actifs détenus pour une durée relativement courte (par exemple, moins de une année), soit de l'imposition directe des gains réalisés sur les « actifs d'entreprise », et/ou ii) de dissuader la mise en œuvre de stratégies de planification fiscale qui seraient par ailleurs utilisées pour convertir des revenus imposables (par exemple, des intérêts, des dividendes, du salaire) en plus-values exonérées d'impôt.

La Nouvelle-Zélande relève que l'imposition intégrale du revenu en fonction du résultat global, plus-values latentes comprises, serait compatible avec les impératifs d'efficacité économique et d'équité horizontale. Il faut toutefois pendre ensuite en compte diverses considérations pratiques. L'importance de ces considérations a découragé la Nouvelle-Zélande à mettre en œuvre un régime d'imposition intégrale des plus-values.

L'Australie souligne également dans sa réponse que les plus-values réelles devraient être comprises dans une définition globale du revenu et imposées en conséquence (ces gains correspondant à une augmentation du pouvoir d'achat au même titre que la rémunération, le salaire, les intérêts et les dividendes reçus), si l'on souhaite remédier aux inefficiences (voir la section 1.2) et iniquités (voir la section 1.3) inhérentes à l'absence d'imposition intégrale des plus-values. C'est après avoir mis en balance ces considérations que l'Australie, qui éprouvait aussi des difficultés à percevoir l'impôt sur certains gains faisant l'objet de dispositions fiscales spécifiques, a instauré un régime d'imposition générale des plus-values.

Les divers enjeux dégagés par les pays participants qui n'imposent pas intégralement les plus-values (la République tchèque, l'Allemagne, le Luxembourg, le Mexique, les Pays-Bas, la Nouvelle-Zélande et le Portugal) ainsi que les enjeux pris en considération par ceux qui imposent intégralement les plus-values (l'Australie, le Canada, le Danemark, la Finlande, l'Islande, l'Irlande, l'Italie, la Norvège, la République slovaque, l'Espagne, la Suède, le Royaume-Uni et les Etats-Unis) sont examinés ci-après.

Les réponses au questionnaire permettent de dégager cinq grands enjeux influant sur la décision d'imposer ou non intégralement les plus-values. Il s'agit notamment de : la pérennisation des recettes fiscales ; des considérations d'efficacité, notamment l'effet de « blocage des transactions » ; des impératifs d'équité horizontale et verticale ; de la promotion de l'épargne et de l'investissement ; et de l'allègement du fardeau de la discipline et de l'administration fiscales. Ces enjeux sont examinés aux sections 1.1 à 1.5.

1.1. Pérennisation des recettes fiscales

Faute d'imposition intégrale des plus-values par le biais de l'impôt sur le revenu des personnes physiques ou d'un impôt sur les plus-values distinct, les plus-values des ménages ne seront en général pas imposées à moins que des gains d'un type donné ne soient ciblés dans la législation fiscale ou que l'administration fiscale ou les tribunaux fiscaux ne décident d'assimiler les gains de certains types à un revenu ordinaire imposable. Si les plus-values peuvent être réalisées en franchise d'impôt, on peut s'attendre à ce que les contribuables organisent leurs affaires pour convertir « artificiellement » (c'est-à-dire, uniquement à des fins fiscales) le revenu imposable en plus-values exonérées pour échapper à l'impôt¹.

Parmi les pays répondants, ceux qui imposent intégralement les plus-values font de la protection de l'assiette fiscale un objectif essentiel de leur législation. L'imposition plutôt que l'exonération des plus-values dissuade en effet les tentatives de caractériser ou convertir le revenu ordinaire imposable (c'est-à-dire, la rémunération et le salaire) et le revenu de placements (par exemple, les intérêts, dividendes et loyers) en plus-values exonérées d'impôt.

L'Australie note qu'avant l'adoption de ses dispositions législatives, les plus-values réalisées correspondant à un revenu du capital n'étaient en général pas imposées à moins de faire l'objet d'une disposition spécifique, alors que les sommes perçues à titre de revenu étaient imposables à moins d'être spécifiquement exemptées. Les stratégies de planification fiscale visant à convertir les revenus en plus-values ou à les caractériser en tant que telles étaient fréquentes, et l'écart d'imposition entre le revenu et le capital constituait une préoccupation politique importante, laquelle a été réglée en 1985 par l'instauration en Australie d'un impôt intégral sur les plus-values.

Si l'imposition des plus-values aussi bien à long terme qu'à court terme (spéculatives) dissuade l'évasion fiscale, elle peut se révéler impuissante à l'éliminer. En Espagne, par exemple, si les plus-values à court terme sont imposables en tant que revenu ordinaire et assujetties à des taux d'imposition progressifs (tout comme le revenu d'emploi, de placements et d'entreprise et le revenu imputé), les plus-values nettes à long terme sont imposables à un taux proportionnel (uniforme) de 15 %². En conséquence, l'Espagne fait état de l'utilisation courante de mécanismes d'évasion fiscale faisant appel à des instruments financiers conçus pour transformer en plus-values à long terme le revenu imposable à des taux progressifs. Le gouvernement compte redresser cette situation grâce aux décisions administratives rendues par le fisc espagnol en vue de dissuader la mise en œuvre de stratégies de planification fiscale en clarifiant le traitement fiscal réservé à différents instruments financiers.

Comme dans beaucoup d'autres cas d'arbitrage fiscal, la comparaison des taux de droit commun est cruciale. Comme on le verra à la section 3.2 à propos des facteurs dont il faut tenir compte pour établir le taux d'imposition à appliquer aux plus-values, l'Espagne n'est pas la seule, parmi les pays qui imposent intégralement les plus-values, à être confrontée à des arbitrages fiscaux suscités par un écart de taux d'imposition entre revenus de divers types et plus-values, l'Irlande, l'Islande, la Norvège et la Suède faisant état de problèmes analogues.

En plus de protéger l'assiette fiscale en faisant échec aux stratégies d'évasion fiscale, l'instauration d'un impôt intégral sur les plus-values permet de percevoir des recettes fiscales sur les plus-values réalisées de bonne foi qui font partie d'une mesure globale du revenu. Cet enjeu, tout comme l'intention de dissuader la conversion du revenu imposable en gains exonérés d'impôt, est l'une des principales raisons pour lesquelles le Royaume-Uni impose les plus-values.

Aux États-Unis, les gains en capital sont assimilés au revenu et sont imposables à ce titre depuis l'instauration de l'impôt sur le revenu des particuliers américains, en 1913. L'Irlande explique que son impôt sur les plus-values a été adopté non seulement pour des raisons d'équité, mais aussi pour générer des recettes fiscales, l'absence d'un tel impôt étant perçue avant 1974, à l'époque où seules certaines plus-values étaient assujetties à l'impôt sur le revenu des sociétés ou des particuliers, comme une « lacune » du régime fiscal.

L'Australie fait remarquer que l'imposition intégrale peut être plus fructueuse que le recours à des dispositions spécifiques assujettissant à l'impôt de certains gains en capital. Elle explique qu'avant l'instauration de son régime d'imposition des plus-values, plusieurs dispositions législatives visaient à inclure dans le revenu imposable les gains réalisés à la cession de certains actifs. Toutefois, le fisc ne parvenait à prendre en compte que certains types de gains en capital dans la base d'imposition du revenu et le problème

venait notamment du nombre de plus-values générées par la cession d'actifs d'entreprise qui demeuraient non imposables.

Pour la Nouvelle-Zélande, un impôt intégral sur les plus-values ne constituerait vraisemblablement pas une source importante de recettes fiscales, du moins pour ce qui la concerne. C'est notamment dû au fait qu'une partie importante des gains en capital qui seraient explicitement imposables auprès de l'entreprise dans le cadre d'un régime d'imposition intégrale est de fait imposable à l'heure actuelle auprès de l'actionnaire lorsque les gains réalisés par la société sont distribués sous forme de dividendes. En Nouvelle-Zélande, les actionnaires ont droit à un avoir fiscal qui leur permet d'obtenir un abattement au titre de l'impôt payé par l'entreprise sur ses bénéfices distribués. Les plus-values réalisées par l'entreprise échappant en général à l'impôt sur le revenu des sociétés, la distribution de ces gains ne donne pas lieu à imputation (c'est-à-dire qu'elle ne s'ajoute pas au revenu exonéré, pour avoir déjà été imposé, et ne donne ainsi droit à aucun crédit d'impôt personnel) et elle est par conséquent imposable auprès de l'actionnaire. Les recettes fiscales supplémentaires que pourrait générer l'instauration d'un impôt sur les plus-values auront donc tendance à être moins importantes que prévu.

Tableau 1.1
Vue d'ensemble de l'imposition des plus-values et moins-values des particuliers (au 1er juillet 2004)

Pays	IRPP / IPV	Déduction pour plus-values	Imposition des gains réalisés sur les actions détenues en portefeuille	Imposition des gains réalisés sur les obligations de société détenues en portefeuille	Imposition des gains réalisés sur la résidence principale	Traitement des gains réalisés sur les actifs d'entreprise (hors stock de marchandises)
Allemagne	IRPP, imposition conjointe ou individuelle	Actions détenues un an ou moins : 512 EUR à l'encontre les gains personnels. Les gains générés par des transactions privées ne sont pas compris dans la base d'imposition si les plus-values nettes totales n'excèdent pas 512 EUR	Actions détenues un an ou moins : la moitié du gain est exonérée, l'autre moitié est comprise dans le calcul des plus-values imposables nettes aux taux progressifs (ordinaires) de l'IRPP applicables au revenu imposable. Actions détenues plus d'un an et représentant moins de 1 % du capital nominal : gains exonérés.	Obligations détenues un an ou moins : gains compris dans le calcul des plus-values imposables nettes aux taux progressifs (ordinaires) de l'IRPP applicables au revenu imposable total. Obligations détenues plus d'un an : gains généralement exonérés.	Exonérés si la résidence est occupée pour une durée minimale. Aucune exonération si la résidence est utilisée dans le cadre d'une entreprise.	Inclusion dans le revenu d'entreprise ordinaire, la reprise de l'amortissement étant incluse dans le calcul du gain ou de la perte. Imposition aux taux progressifs (ordinaires) de l'IRPP applicables au revenu imposable total. Les contribuables âgés d'au moins 55 ans ou dans l'incapacité de travailler peuvent se voir accorder une seule fois une exonération pour gains (plattonnée) à la liquidation d'une entreprise.

Tableau 1.1
Vue d'ensemble de l'imposition des plus-values et moins-values des particuliers (au 1er juillet 2004)

Pays	IRPP / IPV	Déduction pour plus-values	Imposition des gains réalisés sur les actions détenues en portefeuille	Imposition des gains réalisés sur les obligations de société détenues en portefeuille	Imposition des gains réalisés sur la résidence principale	Traitement des gains réalisés sur les actifs d'entreprise (hors stock de marchandises)
		maximale de 9 060 EUR (selon le pourcentage d'actions détenues), décroissante pour les bénéfices de 36 100 EUR ou plus.				
Australie	IRPP, imposition individuelle	Non	Actions détenues moins d'un an : inclusion de la plus-value dans le revenu imposable. Actions détenues au moins un an : inclusion à taux réduit de la plus-value (50 %) dans le revenu imposable. Imposition au taux de l'IRPP marginal ordinaire.	Même imposition que dans le cas des actions.	Exonération (inclusion partielle de la plus-value si elle est utilisée dans le cadre d'une entreprise ou d'activités de location).	Biens non amortissables (par exemple, terrains) détenus plus d'un an : la réduction générale de 50 % s'applique, la plus-value réduite (50 %) est incluse dans le calcul du revenu imposable. Imposition au taux marginal ordinaire de l'IRPP. Outre la réduction de 50 %, quatre concessions sont offertes aux petites entreprises : exonération totale des gains réalisés sur les actifs d'une petite entreprise détenus au moins 15 ans si le contribuable est âgé d'au moins 55 ans et prend sa retraite ou s'il est en état d'incapacité permanente ; réduction de 50 % de la plus-value réalisée sur les biens d'une entreprise active ; exonération à la retraite (limite à vie de 500 000 AUD) pour les gains réalisés sur les actifs d'une petite entreprise ; différé d'imposition de la plus-value réalisée par une petite entreprise si un bien de remplacement est acquis. Biens amortissables (par exemple, équipement) : inclusion totale dans le revenu d'entreprise ordinaire. Les gains et pertes sont établis en

Tableau 1.1
Vue d'ensemble de l'imposition des plus-values et moins-values des particuliers (au 1er juillet 2004)

Pays	IRPP / IPV	Déduction pour plus-values	Imposition des gains réalisés sur les actions détenues en portefeuille	Imposition des gains réalisés sur les obligations de société détenues en portefeuille	Imposition des gains réalisés sur la résidence principale	Traitement des gains réalisés sur les actifs d'entreprise (hors stock de marchandises)
Autriche	IRPP, imposition individuelle	Non	Actions détenues moins d'un an : inclusion en totalité dans le calcul des plus-values imposables nettes. Imposition au taux de l'IRPP marginal ordinaire. Actions détenues au moins un an : gains exonérés. Plus-values réalisées sur les participations importantes (au moins 1 % du capital-actions au cours des 5 années précédentes) imposables à 50 % du taux moyen de l'IRPP applicable au revenu imposable (total).	Obligations détenues moins d'un an : inclusion en totalité dans le calcul des plus-values imposables nettes. Imposition au taux de l'IRPP marginal ordinaire. Obligations détenues au moins un an : gains exonérés. Exonération pour les plus-values réalisées sur les obligations (autres que convertibles ou à intéressement) émises par des débiteurs dont la résidence, le siège de direction ou le siège social se situe en Autriche.	Exonérés s'il s'agit de la résidence principale au moins 2 ans avant la vente, ou si le contribuable lui-même a érigé le bâtiment.	tenant compte de la récupération. Imposition au taux marginal ordinaire de l'IRPP. Biens non amortissables (par exemple, terrains) : inclusion dans le calcul des plus-values nettes. Imposition au taux marginal ordinaire de l'IRPP. Biens amortissables (par exemple, immeubles, équipement) : les gains et pertes sont établis sans tenir compte de la récupération, inclus dans le calcul des plus-values nettes, imposés au taux marginal ordinaire de l'IRPP. Récupération incluse dans le calcul du revenu d'entreprise ordinaire, imposition au taux marginal ordinaire de l'IRPP. Régime spécial (imposition à la moitié du taux moyen de l'IRPP) applicable aux gains et pertes afférents i) à une entreprise exploitée depuis plus de 7 ans ; ii) aux actions d'une société résidente détenues comme actifs d'entreprise par une société de personnes ou un entrepreneur unique.
Belgique	IRPP, imposition conjointe	Non	Actions spéculatives (achetées avec l'intention de spéculer) : imposition distincte au taux uniforme de 33 %. Actions non spéculatives : exonérées. Imposition distincte au taux uniforme de 16,5 % à la vente à une société non résidente d'une participation importante (supérieure à 25 % du capital	Obligations spéculatives (achetées avec l'intention de spéculer) : imposition distincte au taux uniforme de 33 %. Titres d'emprunt non spéculatifs : exonérés. Possibilité d'inclure au choix les gains ou pertes spéculatifs dans le reste du revenu imposable (par	Exonérés. Si les gains sont considérés comme spéculatifs, imposition distincte au taux uniforme de 16,5 %.	Plus-values et moins-values réalisées sur des biens d'entreprise (immeubles et meubles) considérés comme un revenu d'entreprise, imposition au taux marginal de l'IRPP applicable au revenu ordinaire du travail. Exception : les plus-values et moins-values réalisées sur des terrains non aménagés sont non imposables. Les plus-values et moins-values réalisées sur des biens amortissables sont établies en tenant compte de la reprise de l'amortissement.

Tableau 1.1
Vue d'ensemble de l'imposition des plus-values et moins-values des particuliers (au 1er juillet 2004)

Pays	IRPP / IPV	Déduction pour plus-values	Imposition des gains réalisés sur les actions détenues en portefeuille	Imposition des gains réalisés sur les obligations de société détenues en portefeuille	Imposition des gains réalisés sur la résidence principale	Traitement des gains réalisés sur les actifs d'entreprise (hors stock de marchandises)
			social) dans une société résidente. Possibilité d'inclure au choix les gains ou pertes spéculatifs dans le reste du revenu imposable (par exemple, le revenu ordinaire) au taux marginal de l'IRPP si l'impôt à payer en est diminué.	exemple, le revenu ordinaire) au taux marginal de l'IRPP si l'impôt à payer en est diminué.		
Canada	IRPP, imposition individuelle	Déduction cumulative à vie pour les gains en capital (50 000 CAD) pour les gains réalisés sur i) les actions de petites entreprises éligibles ou ii) les biens agricoles éligibles.	Inclusion de la moitié (50 %) dans le calcul des plus-values imposables nettes. Imposition au taux marginal ordinaire de l'IRPP.	Même imposition que dans le cas des actions.	Exonérés. Chaque famille ne peut avoir qu'une résidence principale à la fois.	Biens non amortissables (par exemple, terrains) : inclusion de la moitié (50 %) dans le calcul des gains en capital imposables nets. Imposition au taux marginal de l'IRPP. Biens amortissables (par exemple, immeubles, équipement) : inclusion de la moitié (50 %) dans le calcul des gains en capital imposables nets, sans tenir compte de la récupération (prix de vente, déduction faite des coûts liés à l'acquisition), imposition au taux marginal ordinaire de l'IRPP. Inclusion totale dans le revenu d'entreprise de la récupération de l'amortissement déduit (la plupart des actifs sont regroupés dans des catégories et il n'y a récupération que si le solde pour la catégorie est négatif) ; imposition au taux marginal ordinaire de l'IRPP.
Corée	IRPP, imposition individuelle	Déduction de base de 2,5 millions KRW pour chaque catégorie de plus-values nettes	Imposition distincte au taux uniforme de 20 %. Actions de petites entreprises éligibles : imposition distincte au taux uniforme de 10 %. Actions inscrites à une bourse : gains exonérés –	Exonérés.	Exonérés si le contribuable a été propriétaire de la résidence au moins 3 ans. Si la résidence est située en région métropolitaine, le contribuable doit aussi l'avoir occupée au moins 2 ans.	Terrains et édifices, seulement : imposition distincte à des taux allant de 9 % à 36 % si détenus au moins 2 ans ; au taux uniforme de 40 % si détenus moins de 2 ans mais au moins 1 an ; au taux uniforme de 50 % si détenus moins de un an. Exception pour une entreprise de construction :

Tableau 1.1
Vue d'ensemble de l'imposition des plus-values et moins-values des particuliers (au 1er juillet 2004)

Pays	IRPP / IPV	Déduction pour plus-values	Imposition des gains réalisés sur les actions détenues en portefeuille	Imposition des gains réalisés sur les obligations de société détenues en portefeuille	Imposition des gains réalisés sur la résidence principale	Traitement des gains réalisés sur les actifs d'entreprise (hors stock de marchandises)
		réalisées sur des actions, terrains et édifices.	toutefois, si elles représentent au moins 3 % du capital-actions, ou si leur valeur marchande totale est égale ou supérieure à 10 milliards KRW, imposition distincte au taux uniforme de 20 % si elles sont détenues au moins un an ; imposition distincte au taux uniforme de 30 % si elles sont détenues moins d'un an.			imposition conjointe à des taux allant de 8 % à 35 %.
Danemark	IRPP, imposition individuelle	Non	Actions (cotées ou non) : les gains sont imposables en tant que plus-values réalisées sur actions (au taux de 28 % pour les gains d'au plus 44 300 DKK, et à 43 % pour les gains de plus de 44 300 DKK).	Exonération pour les « obligations non reconnuës » (valeur nominale en couronnes, taux d'intérêt supérieur au taux prescrit par le gouvernement, non acquises avec des fonds empruntés). Sinon, imposables au taux marginal de l'IRPP applicable au revenu du capital (33,3 % à 59,7 %) (imposition avec le revenu des particuliers).	Exonérés si elle est occupée par le propriétaire et la superficie totale du terrain est inférieure à 1400 m ² . Dans les autres cas, imposés en tant que revenu du capital.	Les gains réalisés à la vente de biens d'entreprise immeubles et meubles sont imposables au taux marginal de l'IRPP applicable au revenu des particuliers (qui comprend le revenu du travail, d'entreprise et de retraite).
Espagne	IRPP, imposition conjointe ou individuelle	Non	Actions détenues moins de un an : inclusion dans le calcul des plus-values imposables nettes, imposition au taux marginal ordinaire de l'IRPP. Actions détenues au moins un	Les plus-values réalisées sur les obligations de sociétés détenues en portefeuille sont incluses dans le calcul du revenu du capital ordinaire,	Exonérés si le propriétaire est âgé d'au moins 65 ans. Différé d'imposition si le produit est investi dans une autre résidence principale	Même imposition que dans le cas des actions. La reprise de l'amortissement est calculée en fonction soit de l'amortissement réel déduit, soit de la dépense d'amortissement minimale permise.

Tableau 1.1
Vue d'ensemble de l'imposition des plus-values et moins-values des particuliers (au 1er juillet 2004)

Pays	IRPP / IPV	Déduction pour plus-values	Imposition des gains réalisés sur les actions détenues en portefeuille	Imposition des gains réalisés sur les obligations de société détenues en portefeuille	Imposition des gains réalisés sur la résidence principale	Traitement des gains réalisés sur les actifs d'entreprise (hors stock de marchandises)
			an : imposition distincte au taux uniforme de 15 %.	imposition au taux marginal ordinaire de l'IRPP.	(allègement partiel en cas de réinvestissement partiel).	
États-Unis	IRPP, imposition conjointe ou individuelle	Exonération de 250 000 USD (500 000 USD pour les personnes mariées produisant une déclaration conjointe) pour les gains réalisés sur la résidence.	Actions détenues un an ou moins : gains inclus dans le calcul des plus-values nettes à court terme, imposition au taux marginal ordinaire de l'IRPP. Actions détenues plus de un an : gains inclus dans le calcul des plus-values nettes à long terme, imposition distincte au taux uniforme de 15 % (réduit à 5 % pour les contribuables dont le taux marginal de l'IRPP, aux fins de l'impôt ordinaire, est de 10 % ou de 15 %.	Les gains réalisés à la vente d'obligations à prime négociables achetées en dessous du pair sont réputés constituer un revenu ordinaire à concurrence de la prime se rattachant à l'obligation (correspondant à l'intérêt implicite gagné au cours de la période de détention de l'obligation). L'imposition des autres gains et pertes est la même que dans le cas des actions.	Les gains sont inclus dans le calcul des plus-values nettes et imposés au taux inférieur qui est applicable aux plus-values, une exclusion (exonération) de 250 000 USD est prévue (500 000 USD pour les personnes mariées qui produisent une déclaration conjointe) si le contribuable était propriétaire de la résidence et l'occupait comme résidence principale au moins 2 ans au cours des 5 années précédentes. Les pertes subies lors de la vente de la résidence principale ne sont pas déductibles.	Biens meubles amortissables (par exemple, équipement : la partie des gains et pertes calculée sans tenir compte de la reprise (prix de vente, déduction faite du coût initial) est comprise dans le calcul des plus-values nettes et imposée au taux inférieur qui est applicable aux plus-values. La reprise de l'amortissement déduit antérieurement est comprise dans le calcul du revenu d'entreprise ordinaire et imposée au taux marginal ordinaire de l'IRPP. Biens immeubles amortissables (par exemple, édifices) : la partie des gains et pertes calculée sans tenir compte de la reprise (prix de vente, déduction faite du coût initial) est comprise dans le calcul des plus-values nettes et imposée au taux inférieur qui est applicable aux plus-values si les biens sont détenus au moins un an. Reprise de l'amortissement et autres gains : 1) toute reprise est imposée aux taux ordinaires de l'IRPP si les biens sont détenus moins d'un an et pour les biens immeubles non résidentiels amortis en application du régime de reprise accélérée du coût (aboli en 1986) ; 2) l'amortissement excédentaire déduit suivant la méthode de l'amortissement linéaire est récupéré pour ce qui est des édifices et des améliorations (sauf les biens immeubles non résidentiels visés par le régime de reprise accélérée) entrés

Tableau 1.1
Vue d'ensemble de l'imposition des plus-values et moins-values des particuliers (au 1er juillet 2004)

Pays	IRPP / IPV	Déduction pour plus-values	Imposition des gains réalisés sur les actions détenues en portefeuille	Imposition des gains réalisés sur les obligations de société détenues en portefeuille	Imposition des gains réalisés sur la résidence principale	Traitement des gains réalisés sur les actifs d'entreprise (hors stock de marchandises)
Finlande	IRPP, imposition individuelle	Non (exonération pour les plus-values de 5 000 EUR ou moins (par année civile) pour l'aliénation d'effets mobiliers.	Inclusion dans le revenu du capital, imposition distincte au taux uniforme de l'impôt national sur le revenu de 29 %. Le contribuable peut utiliser un coût maximum d'acquisition présumé de 20 % (50 % pour les actifs détenus au moins 10 ans) du prix de vente.	Même imposition que dans le cas des actions.	Exonérés si la résidence est la propriété du contribuable et est occupée en permanence depuis au moins 2 ans lors de la vente. Dans les autres cas, imposition distincte au taux uniforme de l'impôt national sur le revenu de 29 %.	Inclusion dans le revenu du capital, imposition au taux uniforme de l'impôt national sur le revenu de 29 %. Biens amortissables : inclusion dans le calcul du revenu du capital des gains et pertes établies en tenant compte de la reprise de l'amortissement, imposition au taux uniforme de 29 %. Cf. Les plus-values sont imposées avec une partie du revenu d'entreprise réputée constituer du revenu du capital correspondant à 18 % du capital net utilisé dans l'entreprise à la fin de l'année précédente (13,5 % pour les sociétés à responsabilité limitée non cotées). Dans le cadre du régime dual d'imposition du revenu, les plus-values réalisées sur les biens immeubles et les titres utilisés à des fins commerciales font partie du revenu d'entreprise. Si les 18 % du capital net représentent moins que les plus-values

Tableau 1.1
Vue d'ensemble de l'imposition des plus-values et moins-values des particuliers (au 1er juillet 2004)

Pays	IRPP / IPV	Déduction pour plus-values	Imposition des gains réalisés sur les actions détenues en portefeuille	Imposition des gains réalisés sur les obligations de société détenues en portefeuille	Imposition des gains réalisés sur la résidence principale	Traitement des gains réalisés sur les actifs d'entreprise (hors stock de marchandises)
						susmentionnées, la partie correspondant au revenu du capital est égale à celles-ci. (Cette règle s'applique aux entrepreneurs individuels et aux sociétés de personnes. Les plus-values réalisées par des sociétés à responsabilité limitée non cotées sont imposées au taux d'imposition des sociétés de 29 %). L'impôt sur le revenu de dividendes ne s'applique qu'aux distributions de bénéfices.)
France	IRPP, imposition du foyer	Non	Gains exonérés si le produit annuel des ventes de titres (actions et obligations) effectuées par le ménage n'excède pas 15 000 EUR. Sinon, imposition distincte au taux uniforme (incluant les charges sociales) de 26,3 % (revenu de 2004) ou de 27 % (revenu de 2005). A certaines conditions, le produit annuel cumulé peut correspondre à la moyenne de ce produit sur l'année en cours et les deux années précédentes.	Gains exonérés si le produit annuel des ventes de titres (actions et obligations) effectuées par le ménage n'excède pas 15 000 EUR. Sinon, imposition distincte au taux uniforme (incluant les charges sociales) de 26,3 % (revenu de 2004) ou de 27 % (revenu de 2005). A certaines conditions, le produit annuel cumulé peut correspondre à la moyenne de ce produit sur l'année en cours et les deux années précédentes.	Exonérés.	Actifs d'entreprise détenus moins de 2 ans : inclusion dans le revenu d'entreprise, imposition au taux progressif de l'IRPP applicable au revenu imposable total (possibilité de répartir la plus-value sur 3 ans). Actifs d'entreprise non amortissables détenus au moins 2 ans : imposition au taux uniforme de 16 % (26,3 % [revenu de 2004] ou 27 % [revenu de 2005]), y compris les charges sociales). Actifs d'entreprise amortissables détenus au moins 2 ans : les gains et pertes, hors reprise de l'amortissement (prix de vente, déduction faite des coûts liés à l'acquisition) sont imposés au taux uniforme de 16 % (26 %, y compris les charges sociales). La reprise de l'amortissement est incluse dans le calcul du revenu d'entreprise ; imposition aux taux progressifs de l'IRPP applicables au revenu imposable total. Exonération pour les gains à long terme (actifs détenus au moins 2 ans) si l'entreprise est exploitée depuis au moins 5 ans, et le chiffre d'affaires annuel n'excède pas un seuil donné

Tableau 1.1
Vue d'ensemble de l'imposition des plus-values et moins-values des particuliers (au 1er juillet 2004)

Pays	IRPP / IPV	Déduction pour plus-values	Imposition des gains réalisés sur les actions détenues en portefeuille	Imposition des gains réalisés sur les obligations de société détenues en portefeuille	Imposition des gains réalisés sur la résidence principale	Traitement des gains réalisés sur les actifs d'entreprise (hors stock de marchandises)
			été détenue au moins 3 ans (applicable aux actions émises à compter du 1 ^{er} janvier 2004).			(350 000 EUR [biens] ou 126 000 EUR [services]). Exonération partielle si le seuil (250 000 EUR [biens] ou 90 000 EUR [services]) est franchi, mais le chiffre d'affaires est inférieur au seuil de 350 000 EUR/126 000 EUR. Exonération de l'impôt sur les plus-values réalisées sur les biens d'une petite entreprise de biens (ou services) si le chiffre d'affaires n'excède pas 250 000 EUR (90 000 EUR).
Grèce	IRPP, déclaration conjointe mais imposition individuelle	Non	Actions cotées : gains exonérés. Actions non cotées : imposition distincte au taux uniforme de 5 %.	Les intérêts sur des obligations de sociétés sont imposés au taux (uniforme) de 10 %, les intérêts versés à des investisseurs qui sont résidents permanents à l'étranger exonérés d'impôt sont aussi exonérés d'impôt.	Exonérés	Retenue à la source libératoire de 20 % des gains réalisés à la vente de la totalité de l'entreprise. Retenue à la source libératoire de 30 % applicable au nom commercial, à la marque de commerce ou au fonds commercial s'ils sont vendus séparément.
Hongrie	IRPP, imposition conjointe ou individuelle	Non	Compris dans le calcul des plus-values imposables nettes en tant que revenu de placements (comme les intérêts et les dividendes) et imposés au taux uniforme de 10 %.	Même imposition que dans le cas des actions.	Résidence détenue au moins 2 ans : gains exonérés ; détenue moins de 2 ans : différé d'imposition si les fonds sont réinvestis dans une nouvelle résidence dans les 2 ans. Aucune exonération si la résidence est utilisée à des fins commerciales.	Les gains et pertes afférents à des biens d'entreprise (immeubles et meubles) sont réputés constituer un revenu d'entreprise ordinaire et sont imposés de même que les autres revenus (autres que de placements) au taux marginal (ordinaire) de l'IRPP. Aucune reprise de l'amortissement. Cf. Taux de base de l'IRPP : structure à deux paliers : taux de base de 25,75 %, majoré de 5 % pour le revenu imposable cumulatif supérieur à un seuil prescrit.
Irlande	IPV, imposition	Déduction de 1 270 EUR	Compris dans le calcul des plus-values imposables	Compris dans le calcul des plus-values	Exonérés, y compris pour le terrain, jusqu'à une superficie	Inclus dans le calcul des plus-values nettes totales, imposition au taux uniforme de 20 %. Cf.

Tableau 1.1
Vue d'ensemble de l'imposition des plus-values et moins-values des particuliers (au 1er juillet 2004)

Pays	IRPP / IPV	Déduction pour plus-values	Imposition des gains réalisés sur les actions détenues en portefeuille	Imposition des gains réalisés sur les obligations de société détenues en portefeuille	Imposition des gains réalisés sur la résidence principale	Traitement des gains réalisés sur les actifs d'entreprise (hors stock de marchandises)
	conjointe ou individuelle	contre les plus-values nettes	nettes, imposition au taux uniforme de 20 %.	imposables nettes, imposition au taux uniforme de 20 %.	de 0,655 ha (1 acre irlandais). Cf. S'il existe un potentiel d'aménagement au moment de la vente, une partie du gain est imposable au taux uniforme de 20 %.	Exonération à concurrence de 500 000 EUR si l'entreprise ou les actions d'une entreprise familiale sont vendues lors de la retraite (si la personne est âgée d'au moins 55 ans). Aucune limite si la vente est faite aux enfants ou à certaines nièces ou certains neveux. Les terrains, les installations et l'équipement utilisés dans le cadre d'une entreprise constituée en société mais détenus par un particulier donnent lieu à une exonération s'ils sont vendus à la personne qui fait l'acquisition des actions de la société familiale.
Islande	IRPP, imposition conjointe ou individuelle	Non	Compris dans le calcul des plus-values imposables nettes en tant que revenu de placements (comme les intérêts et les dividendes) et imposés au taux uniforme de 10 %.	Même imposition que dans le cas des actions.	Résidence détenue au moins 2 ans : gains exonérés ; déduite moins de 2 ans : différé d'imposition si les fonds sont réinvestis dans une nouvelle résidence dans les 2 ans. Aucune exonération si la résidence est utilisée à des fins commerciales.	Les gains et pertes afférents à des biens d'entreprise (immeubles et meubles) sont réputés constituer un revenu d'entreprise ordinaire et sont imposés de même que les autres revenus (autres que de placements) au taux marginal (ordinaire) de l'IRPP. Aucune reprise de l'amortissement. Cf. Taux de base de l'IRPP : structure à deux paliers : taux de base de 25,75 %, majoré de 5 % pour le revenu imposable cumulatif supérieur à un seuil prescrit.
Italie	IRPP, imposition individuelle	Non	Imposition distincte : impôt de remplacement au taux uniforme de 12,5 %. Les participations en actions éligibles/importantes de sociétés cotées (représentant moins de 2 % des droits de vote ou 5 % du capital) : inclusion au taux de 40 % dans les « autres revenus », imposition au taux marginal	Imposition distincte : impôt de remplacement au taux uniforme de 12,5 %.	Exonérés.	Les plus-values et moins-values réalisées sur les actifs d'entreprise (immeubles et meubles) sont réputées constituer un revenu d'entreprise et sont imposées au taux marginal ordinaire de l'IRPP. Les plus-values et moins-values réalisées sur des biens amortissables sont établies en tenant compte de la reprise. Les plus-values réalisées à la disposition d'une entreprise sont incluses en totalité dans le calcul du revenu imposable de l'année d'imposition de leur réalisation. Concernant les plus-values

Tableau 1.1
Vue d'ensemble de l'imposition des plus-values et moins-values des particuliers (au 1er juillet 2004)

Pays	IRPP / IPV	Déduction pour plus-values	Imposition des gains réalisés sur les actions détenues en portefeuille	Imposition des gains réalisés sur les obligations de société détenues en portefeuille	Imposition des gains réalisés sur la résidence principale	Traitement des gains réalisés sur les actifs d'entreprise (hors stock de marchandises)
			ordinaire de l'IRPP. Participations en actions éligibles dans des sociétés non cotées (représentant moins de 20 % des droits de vote ou 25 % du capital) : inclusion au taux de 40 % dans les « autres revenus », imposition au taux marginal ordinaire de l'IRPP. Cf. un privilège d'affiliation égal à 60 % pour les participations importantes permet l'intégration partielle de l'imposition des bénéfices non répartis auprès des sociétés et des particuliers.			réalisées lors de la cession d'une entreprise exploitée depuis au moins trois ans, un contribuable peut, à certaines conditions, choisir de les inclure – à parts égales – dans le revenu imposable de l'année d'imposition de leur réalisation et des années suivantes, mais au plus tard la quatrième année. Lors de la cession d'une entreprise exploitée au moins 5 ans, un contribuable peut choisir une imposition à la moitié du taux moyen de l'IRPP applicable au revenu imposable cumulatif (établi en fonction du taux applicable aux deux années d'imposition précédentes).
Japon	IRPP, imposition individuelle	Diverses déductions selon le type d'actif.	Actions non cotées : imposition distincte au taux uniforme de 20 %. Actions cotées : choix entre l'imposition distincte au taux uniforme de 20 % (taux spécial de 7 % jusqu'en 2007) ou une retenue à la source appliquée au produit brut au taux uniforme de 1,05 %.	Imposition distincte au taux uniforme de 20 %.	Si la résidence est détenue plus de 10 ans, les premiers 60 millions JPY sont imposés au taux uniforme de 10 % ; l'excédent est imposé au taux uniforme de 15 %. Si la résidence est détenue plus de 5 ans (mais moins de 10 ans), imposition distincte au taux uniforme de 20 % pour les gains de 40 millions JPY et moins, de 25 % pour les gains supérieurs à 40 millions JPY.	
Luxembourg	IRPP,	50 000 EUR	Actions détenues moins de	Obligations détenues	Exonérés.	Les gains réalisés à la vente de biens d'entreprise

Tableau 1.1
Vue d'ensemble de l'imposition des plus-values et moins-values des particuliers (au 1er juillet 2004)

Pays	IRPP / IPV	Déduction pour plus-values	Imposition des gains réalisés sur les actions détenues en portefeuille	Imposition des gains réalisés sur les obligations de société détenues en portefeuille	Imposition des gains réalisés sur la résidence principale	Traitement des gains réalisés sur les actifs d'entreprise (hors stock de marchandises)
	imposition conjointe ou individuelle	sur les gains non spéculatifs (réalisés sur des actions détenues au moins 6 mois). 100 000 EUR dans le cadre de l'imposition conjointe.	6 mois : inclusion dans le calcul des plus-values imposables nettes, imposition au taux marginal ordinaire de l'IRPP. Actions détenues au moins 6 mois : gains exonérés. Participations importantes (au moins 10 % du capital social à tout moment au cours des 5 années précédentes) détenues au moins 6 mois : gain/perte imposables à la moitié du taux moyen de l'IRPP applicable au revenu total.	moins de 6 mois : inclusion dans le calcul des plus-values imposables nettes, imposition au taux marginal ordinaire de l'IRPP. Obligations détenues au moins 6 mois : gains exonérés.		immeubles et meubles sont réputés constituer un revenu d'entreprise et sont imposables à la moitié du taux moyen de l'IRPP applicable au revenu total. Aucune reprise de l'amortissement.
Mexique	IRPP, imposition individuelle	Non	Actions cotées : exonération des gains réalisés à la vente d'actions cotées et négociées sur une bourse prescrite. Actions non cotées et actions cotées non négociées sur une bourse agréée : imposables dans le cadre du régime de l'IRPP (au taux marginal de l'IRPP applicable pour l'année donnée pour ce qui est du montant imposable qui bénéficie de déductions admises, et au taux moyen de l'IRPP pour ce qui est du montant ne bénéficiant pas	Imposables au taux marginal de l'IRPP (retenue à la source provisoire/donnant lieu à dégrèvement, au taux de 0,5 %).	Exonérés si la résidence est occupée par le propriétaire.	Même imposition que dans le cas des plus-values réalisées sur des actions non cotées.

Tableau 1.1
Vue d'ensemble de l'imposition des plus-values et moins-values des particuliers (au 1er juillet 2004)

Pays	IRPP / IPV	Déduction pour plus-values	Imposition des gains réalisés sur les actions détenues en portefeuille	Imposition des gains réalisés sur les obligations de société détenues en portefeuille	Imposition des gains réalisés sur la résidence principale	Traitement des gains réalisés sur les actifs d'entreprise (hors stock de marchandises)
Norvège	IRPP, imposition conjointe ou individuelle	Non	Inclusion à des taux variables dans le calcul du revenu imposable, imposition au taux uniforme de 28 % dans le cadre du régime « RISK ».	Inclusion dans le calcul du revenu imposable, imposition au taux uniforme de 28 %.	Exonérés si le vendeur était propriétaire de la résidence au moins 1 an et l'a utilisée comme résidence principale au moins un an au cours des deux années précédentes, à condition que la résidence ne soit pas un bien d'entreprise.	Les plus-values et moins-values réalisées sur les biens d'entreprise (immeubles et meubles) sont incluses dans le calcul du revenu imposable, imposition au taux uniforme de l'IRPP de 28 %. Il y a reprise de l'amortissement de façon individuelle pour les actifs qui ont été amortis.
			Cf. Le mécanisme d'inclusion partielle à des taux variables fait en sorte de majorer le coût d'acquisition de chaque action (annuellement) en proportion de la part qui s'y rattache des bénéfices (après impôt) non répartis.	Cf. Pour les obligations non garanties, la partie représentant les intérêts est imposée au fur et à mesure, tandis que l'impôt sur la partie représentant la plus-value est différé.		
Nouvelle-Zélande	IRPP, imposition individuelle	Non	Aucune imposition.	Imposition des gains latents au taux marginal ordinaire de l'IRPP.	Aucune imposition.	Aucune imposition.
			Cf. Imposition des gains si les actions sont détenues aux fins de revente.	Cf. Les gains prévus sont imposés au fur et à mesure de leur constatation, tandis que les gains/pertes non prévus sont imposés à la réalisation.	Cf. Imposition des gains si la résidence est détenue aux fins de revente.	Cf. Imposition de certains actifs d'entreprise détenus aux fins de revente (par exemple, des terrains, des biens meubles acquis dans l'intention de les revendre).
Pays-Bas	IRPP, imposition individuelle	Non	Exonération, mais imposition distincte des participations importantes (propriété directe ou indirecte d'au moins 5 % du capital total émis, ou d'au moins 5 % du capital d'une	Aucune imposition, sauf pour les obligations détenues dans le cadre d'une participation importante au capital.	Exonérés si la résidence n'est pas utilisée en tant qu'actif d'entreprise.	Les gains réalisés à la vente de biens d'entreprise immeubles et meubles sont imposés en tant que revenu d'entreprise au taux marginal ordinaire de l'IRPP.
						Reprise de l'amortissement sur les biens qui ont été amortis.

Tableau 1.1
Vue d'ensemble de l'imposition des plus-values et moins-values des particuliers (au 1er juillet 2004)

Pays	IRPP / IPV	Déduction pour plus-values	Imposition des gains réalisés sur les actions détenues en portefeuille	Imposition des gains réalisés sur les obligations de société détenues en portefeuille	Imposition des gains réalisés sur la résidence principale	Traitement des gains réalisés sur les actifs d'entreprise (hors stock de marchandises)
			catégorie donnée d'actions) au taux uniforme de 25 %.			
Pologne	IRPP, imposition conjointe ou individuelle	Non	Imposition distincte au taux uniforme de 19 %.	Même imposition que dans le cas des actions.	Exonérés si la résidence était détenue depuis plus de 5 ans ou si le produit est utilisé dans les 2 ans pour acquérir une autre résidence. Dans les autres cas, le produit net de la vente (prix de vente, déduction faite des coûts liés à la vente) est imposé au taux uniforme de 10 %.	Les plus-values et moins-values réalisées sur des biens d'entreprise (immeubles et meubles) sont incluses dans le calcul du revenu d'entreprise ordinaire et imposées au taux marginal ordinaire de l'IRPP. Le contribuable peut choisir une imposition au taux uniforme de 19 %. Il n'existe pas de règles en matière de reprise de l'amortissement.
Portugal	IRPP, imposition individuelle	Non	Actions détenues au moins un an : gains exonérés. Actions détenues plus d'un an : imposition distincte au taux uniforme de 10 % (possibilité, au choix, d'inclure le gain dans le calcul du revenu imposable, imposition au taux marginal ordinaire de l'IRPP, si l'impôt redevable en est réduit).	Exonérés (les intérêts courus sont toutefois assujettis à l'IRPP en tant que revenu du capital).	Différé d'imposition si le produit est utilisé dans les 2 ans pour acheter, remodeler, agrandir une autre résidence permanente ou acheter un terrain utilisé pour construire une résidence permanente.	Les plus-values et moins-values réalisées sur des biens d'entreprise (immeubles et meubles) sont incluses dans le calcul du revenu d'entreprise ordinaire et imposées au taux marginal ordinaire de l'IRPP.
République slovaque	IRPP, imposition individuelle	Non	Inclus dans le calcul du revenu imposable net, imposition au taux uniforme de l'IRPP de 19 %.	Même imposition que dans le cas des actions.	Exonérés si la résidence a été détenue/utilisée comme résidence principale au moins 2 ans. Imposition au taux uniforme de 19 % si la résidence était utilisée à des fins commerciales ou était louée.	Les plus-values et moins-values réalisées sur des biens d'entreprise (immeubles et meubles) sont incluses dans le calcul du revenu d'entreprise ordinaire et imposées au taux uniforme de 19 %..
République tchèque	IRPP,	Non	Actions détenues moins de	Obligations détenues	Exonérés si l'individu s'agit de la	Inclusion dans le calcul des plus-values

Tableau 1.1
Vue d'ensemble de l'imposition des plus-values et moins-values des particuliers (au 1er juillet 2004)

Pays	IRPP / IPV	Déduction pour plus-values	Imposition des gains réalisés sur les actions détenues en portefeuille	Imposition des gains réalisés sur les obligations de société détenues en portefeuille	Imposition des gains réalisés sur la résidence principale	Traitement des gains réalisés sur les actifs d'entreprise (hors stock de marchandises)
	imposition individuelle		6 mois : inclusion dans le calcul des plus-values imposables nettes, imposition au taux de l'IRPP marginal ordinaire. Actions détenues au moins 6 mois : gains exonérés (l'exonération n'est pas accordée si les actions appartiennent à l'entreprise). Les gains réalisés sur la vente de participations dans une société à responsabilité limitée, une société de personnes ou une coopérative sont imposables si la participation est détenue moins de 5 ans.	moins de 6 mois : inclusion dans le calcul des plus-values imposables nettes, imposition au taux de l'IRPP marginal ordinaire. Obligations détenues au moins 6 mois : gains exonérés (l'exonération n'est pas accordée si les obligations appartiennent à l'entreprise).	résidence principale au moins 2 ans avant la vente. Aucune exonération si la résidence appartient à l'entreprise.	imposables nettes. Imposition au taux marginal ordinaire de l'IRPP. Les gains et pertes afférents aux actifs amortissables de l'entreprise sont établis sans tenir compte de la reprise de l'amortissement.
Royaume-Uni	IPV, imposition individuelle	8 500 GBP (appliquée aux plus-values imposables nettes totales) Majorée annuellement en proportion du taux d'inflation RPI.	Inclus dans le calcul des plus-values imposables nettes totales (c'est-à-dire, les plus-values imposables totales, déduction faite des moins-values déductibles totales), imposition au taux marginal supérieur de l'IRPP applicable au revenu DE l'épargne (10 %/20 %/40 %). Cf. Les plus-values imposables totales afférentes aux actifs non commerciaux correspondent aux plus-	Même imposition que dans le cas des actions.	Exonérés (à certaines conditions).	Inclus dans le calcul des plus-values imposables nettes totales et imposés au taux marginal supérieur de l'IRPP applicable au revenu DE l'épargne (10 %/20 %/40 %). Les plus-values imposables totales réalisées sur les actifs d'entreprise correspondent aux plus-values imposables totales réalisées sur les biens d'entreprise, minorées d'une déduction dégressive. Celle-ci donne droit à une exonération maximale de 75 % pour les biens d'entreprise détenus plus de 2 ans (par exemple, pour un particulier dont les revenus de l'épargne sont imposés au taux d'IRPP de 40 %, le taux de l'impôt sur les plus-values

Tableau 1.1
Vue d'ensemble de l'imposition des plus-values et moins-values des particuliers (au 1er juillet 2004)

Pays	IRPP / IPV	Déduction pour plus-values	Imposition des gains réalisés sur les actions détenues en portefeuille	Imposition des gains réalisés sur les obligations de société détenues en portefeuille	Imposition des gains réalisés sur la résidence principale	Traitement des gains réalisés sur les actifs d'entreprise (hors stock de marchandises)
			values imposables totales réalisées sur les actifs non commerciaux, minorées d'une déduction dégressive donnant droit à l'exonération maximale (40 %) pour les actifs non commerciaux détenus plus de 10 ans (par exemple, pour un particulier dont les revenus de l'épargne sont imposés à 40 %, le taux de l'impôt sur les plus-values qui lui est applicable est de 24 %).			effectif qui lui est applicable est de 10 %).
Suède	IRPP, imposition individuelle	Non	Inclus dans le calcul des plus-values nettes, imposition distincte au taux uniforme de l'IRPP de 30 % applicable au revenu du capital. Inclusion de la totalité des plus-values. Les moins-values sur actions sont déductibles à 70 %, sauf pour les pertes sur actions détenues en fonds communs de placement détenant des titres d'emprunt suédois seulement, qui sont déductibles en totalité. Cf. Si des actions de même type sont achetées à des prix	Inclus dans le calcul des plus-values nettes, imposition distincte au taux uniforme de l'IRPP de 30 % applicable au revenu du capital. Les moins-values sur les titres d'emprunt suédois cotés (à l'exception des obligations à prime de remboursement) sont déductibles en totalité. Cf. Si des titres d'emprunt de même type sont achetés à des prix	Inclusion partielle (aux 2/3) dans le calcul des plus-values nettes imposables, imposition au taux uniforme de l'IRPP 30 % applicable au revenu du capital (taux effectif de 20 %). Inclusion partielle (50 % des moins-values (c'est-à-dire qu'elles ne sont déductibles qu'à 50 %). Différé d'imposition si les gains sont investis dans une résidence dans un délai de un an.	Biens d'entreprise immeubles (par exemple, terrains et édifices) : inclusion partielle (90 %) dans le calcul des plus-values imposables nettes, imposition au taux uniforme de l'IRPP de 30 % applicable au revenu du capital (impôt national). Biens d'entreprise meubles (par exemple, équipement) : inclus dans le calcul du revenu d'entreprise ordinaire, imposition au taux marginal ordinaire de l'IRPP (impôt national et municipal). Reprise de l'amortissement déjà déduite.

Tableau 1.1
Vue d'ensemble de l'imposition des plus-values et moins-values des particuliers (au 1er juillet 2004)

Pays	IRPP / IPV	Déduction pour plus-values	Imposition des gains réalisés sur les actions détenues en portefeuille	Imposition des gains réalisés sur les obligations de société détenues en portefeuille	Imposition des gains réalisés sur la résidence principale	Traitement des gains réalisés sur les actifs d'entreprise (hors stock de marchandises)
Suisse	IPV, Non		Imposition des gains réalisés sur les actions détenues en portefeuille différents, la méthode du coût moyen (prix d'achat moyen) peut être utilisée. Pour les actions cotées (sur une bourse nationale ou étrangère), le prix d'achat peut être réputé égal à 20 % de la valeur à la vente.	Imposition des gains réalisés sur les obligations de société détenues en portefeuille moyen) peut être utilisée.	Exonérés.	Exonérés.
	IPV, imposition conjointe	Non	Exonérés.	Exonérés.	Exonérés.	Biens d'entreprise meubles (par exemple, équipement) : inclus dans le calcul du revenu d'entreprise ordinaire; imposition au taux marginal ordinaire de l'IRPP. Biens d'entreprise immeubles (par exemple, terrains, édifices) : imposition par certains cantons à titre de revenu d'entreprise extraordinaire aux taux marginaux de l'IRPP des cantons. Reprise de l'amortissement par les cantons en application du régime moniste ; aucune récupération par les cantons en application du régime dualiste.
Turquie	IRPP, imposition individuelle	Diverses déductions selon le type de biens.	Actions cotées détenues plus de 3 mois et actions non cotées détenues plus de un an : gains exonérés. Actions cotées détenues 3 mois ou moins et actions non cotées détenues un an ou moins : gains inclus dans le calcul des autres revenus, imposition au taux marginal ordinaire de l'IRPP.	Inclus dans le calcul des autres revenus, imposition au taux marginal ordinaire de l'IRPP.	Exonérés si le contribuable utilisait la résidence comme résidence principale depuis au moins 4 ans lors de la vente.	Les plus-values et moins-values réalisées sur des biens d'entreprise (immeubles et meubles) sont incluses dans le calcul du revenu d'entreprise ordinaire et imposées au taux marginal ordinaire de l'IRPP.

Cf. Actions détenues en fonds

Tableau 1.1
Vue d'ensemble de l'imposition des plus-values et moins-values des particuliers (au 1er juillet 2004)

Pays	IRPP / IPV	Déduction pour plus-values	Imposition des gains réalisés sur les actions détenues en portefeuille	Imposition des gains réalisés sur les obligations de société détenues en portefeuille	Imposition des gains réalisés sur la résidence principale	Traitement des gains réalisés sur les actifs d'entreprise (hors stock de marchandises)
			de placement dont le portefeuille est investi à 25 % ou plus dans des actions turques : gains exonérés.			

Source : 1) Réponses apportées au questionnaire par les pays membres ; 2) European Taxation Database et European Tax Handbook (2004), Bureau international de documentation fiscale.

Notes :

IRPP = impôt sur le revenu des personnes physiques ; IPV = impôt sur les plus-values (distinct de l'IRPP)

Taux de l'IRPP marginal (ordinaire) = le taux de l'IRPP appliqué au revenu imposable total (c'est-à-dire, appliqué au revenu de base ou ordinaire, y compris la rémunération salariale) à la marge (laquelle dépend, dans un barème d'imposition progressif, de l'importance du revenu imposable total).

Déduction pour gains en capital = montant prescrit de l'exonération annuelle pour plus-values nettes (excluant les plus-values exonérées).

Aussi, de nombreuses occasions de reporter l'impôt verraient le jour, donnant lieu, dans les premières années d'application du dispositif, à des recettes supplémentaires moindres que prévu dans l'hypothèse d'un comportement inchangé. Il faut d'abord prendre en compte le fait que dans le cadre d'un régime d'imposition des plus-values réalisées, en contrôlant le moment de la cession, les contribuables contrôlent le moment de l'imposition (c'est-à-dire qu'ils orchestrent la réalisation des moins-values de manière à les déduire des plus-values imposables, et diffèrent la réalisation des plus-values qui ne peuvent être absorbées). La Nouvelle-Zélande fait remarquer que les stratégies de report découlent inévitablement de l'incertitude suscitée par l'application de distinctions parfois arbitraires entre ce qui constitue ou non une réalisation susceptible d'entraîner l'imposition, de même que l'incertitude quant à ce qui est admis ou non au différé d'imposition, en supposant l'existence de règles permettant ce différé comme dans la plupart des régimes qui imposent les plus-values (voir la section 3.4). Au vu de ce qui précède, la Nouvelle-Zélande estime que l'augmentation des recettes publiques ne compensera pas les effets négatifs sur l'économie du blocage des transactions résultant de l'imposition des plus-values (voir la section 1.2) qui annulent les gains d'efficience réalisés grâce à l'imposition de toutes les formes de revenus.

La Nouvelle-Zélande a ainsi favorisé une approche ciblée et adopté des dispositions spécifiques visant à imposer en tant que revenu personnel certains gains qui seraient par ailleurs réputés constituer un revenu du capital et seraient donc exonérés d'impôt. Il s'agit notamment des plus-values de cession de biens personnels lorsque le contribuable est un négociant en biens semblables ; des gains générés par la vente d'un terrain acquis dans l'intention de le revendre ; et des gains réalisés sur les obligations de sociétés nationales imposées sur la base des droits constatés³.

De même dans certains autres pays participants qui n'imposent pas intégralement les plus-values, c'est le désir d'imposer les gains issus d'actifs financiers détenus comme actifs d'entreprise (compris dans les bénéfices d'entreprise), d'imposer les gains « spéculatifs » au titre du revenu d'entreprise et de mettre un frein aux stratégies d'évasion qui est à l'origine de l'imposition de certains gains réalisés par les ménages. Par exemple, aux Pays-Bas, qui ont mis en place un régime dit du « panier 3 » (étudié ci-après), pour imposer le rendement théorique des actifs financiers nets moyens des ménages, l'impôt cible tout particulièrement les plus-values afférentes aux actifs d'entreprise. En République tchèque, les gains réalisés sur les ventes de participations dans des sociétés à responsabilité limitée, de parts de sociétés en nom collectif ou de sociétés de personnes à responsabilité limitée et de parts sociales de coopératives sont imposables (ces gains sont exonérés s'ils ont été détenus cinq ans). Les gains imposables sont compris dans le revenu total et imposés à des taux progressifs, ou encore imposés séparément à un taux uniforme de 15 % (les dépenses étant non déductibles).

En Allemagne, les plus-values réalisées sur les valeurs mobilières sont réputées constituer des « bénéfices spéculatifs », au titre du revenu (commercial) d'entreprise, et sont assujetties à l'impôt si les valeurs ont été détenues pendant moins de un an. En République tchèque et au Luxembourg, la période minimale de détention est de 6 mois. Pour ce qui concerne les biens immobiliers faisant partie d'un patrimoine privé, la période de détention minimale est de deux ans au Luxembourg et de 10 ans en Allemagne⁴. Dans ces pays, les plus-values réalisées sur des actifs financiers non commerciaux détenus plus longtemps que le minimum requis sont exonérées sauf (en Allemagne et au Luxembourg) si ces actifs représentent une participation importante, auquel cas elles sont imposables de manière à faire échec aux stratégies d'évasion fiscale visant à convertir le revenu imposable en plus-values exonérées. Le Luxembourg, par

exemple, impose les plus-values afférentes à des participations importantes (au moins 10 %). En Allemagne, il est tenu compte de l'ampleur de la participation des investisseurs lorsque sont cédés des titres de sociétés par actions à responsabilité limitée et les plus-values provenant de la cession de participations importantes (de plus de 1 %, au cours des cinq années précédentes) sont imposées en tant que revenu d'entreprise.

De même, les Pays-Bas imposent les plus-values réalisées sur des participations en actions importantes (5 % ou plus) ainsi que les gains afférents aux actifs d'entreprise et les gains issus de biens mis à la disposition d'entrepreneurs ou de sociétés étroitement liées. En outre, le régime dit du « panier 3 » aux Pays-Bas, qui fait en sorte d'imposer un rendement *théorique* sur les actifs financiers nets moyens des ménages (dont l'objectif est de remplacer les rendements réels par une combinaison des rentrées de fonds de la période en cours, majorées de la plus-value), dissuade la planification fiscale visant à convertir artificiellement le revenu imposable en revenu bénéficiant d'un traitement fiscal privilégié⁵.

1.2. Considérations d'efficience et effet de « blocage des transactions »

Les réponses au questionnaire ont révélé que les considérations d'efficience jouent aussi un rôle majeur lorsqu'il est question de décider de l'opportunité et de la façon d'imposer les plus-values des ménages. On se préoccupe notamment du risque que l'exonération des plus-values combinée à l'imposition du rendement sur d'autres investissements ne fausse les décisions des ménages quant à l'allocation du portefeuille au profit d'actifs générateurs de plus-values exonérées. Les autorités sont fondées à s'en inquiéter, d'autant que les actifs susceptibles d'une plus-value (générateurs de plus-values ou de moins-values) comportent généralement plus de risques que d'autres actifs, ce qui occasionnerait une distorsion fiscale encourageant la prise de risque⁶.

L'imposition des plus-values au même taux effectif que pour le rendement sur les autres investissements permettrait peut-être d'éviter cette distorsion. Toutefois, l'imposition des gains latents présente certaines difficultés. Des problèmes d'évaluation peuvent se poser dans le cadre de la détermination de la valeur marchande courante des actifs susceptibles d'une plus-value détenus par des investisseurs. L'imposition des gains latents mais non réalisés peut aussi occasionner des problèmes de liquidité pour les contribuables ne disposant pas des ressources financières nécessaires pour acquitter l'impôt exigible. De plus, on peut juger problématique de permettre aux investisseurs de bénéficier de la valeur au comptant des pertes latentes, déduction faite des gains latents, ce qui est nécessaire pour assurer un traitement symétrique des gains et des pertes latentes.

Au vu de ces difficultés, les plus-values des ménages sont dans l'ensemble, sauf rares exceptions, imposées à la réalisation, l'impôt sur les gains latents étant reporté jusqu'à l'année de l'aliénation des actifs et le report contribuant à abaisser le taux d'imposition effectif des gains. Comme on le verra, l'imposition différée peut produire un effet de « blocage des transactions » qui fausse les décisions concernant la vente des actifs. En effet, elle donne une raison fiscale de détenir les actifs auxquels se rattache une plus-value non réalisée pour profiter d'un report d'impôt plutôt que de les vendre et libérer le capital pour effectuer les placements qui auraient été réalisés en l'absence de motivations fiscales. L'effet de blocage des transactions découlant de l'imposition différée des plus-values peut ainsi entraîner une diversification non optimale des portefeuilles et une mauvaise répartition du capital productif (donc une diminution du revenu national), du moins dans certains cas.

Ainsi, l'exonération des plus-values peut occasionner des distorsions fiscales qui privilégient les actifs susceptibles d'une plus-value et de la sorte, inciter à une prise de risque au-delà de ce qui serait compatible avec la neutralité fiscale. Mais l'imposition des plus-values au moment de leur réalisation occasionne un effet de « blocage des transactions » et les inefficiences correspondantes. De plus, le blocage des transactions peut réduire les recettes fiscales dans la mesure où les contribuables reportent la réalisation et peuvent échapper à l'impôt sur les gains non réalisés au moment du décès, selon le mode d'imposition des gains au décès. Les réponses des pays témoignent d'opinions et de points de vue différents sur ces questions. Par exemple, pour la Nouvelle-Zélande, les problèmes liés au blocage des transactions ont influencé grandement la décision de ne pas imposer intégralement les plus-values.

L'Australie, le Danemark, l'Espagne, la Norvège, le Royaume-Uni, la Suède et les États-Unis, autant de pays qui imposent intégralement les plus-values, indiquent dans leurs réponses avoir comme objectif principal, pour ce qui concerne l'imposition des plus-values, d'éviter la création d'incitations fiscales à investir dans des actifs de portefeuille générateurs de rendements constituant des plus-values exonérées d'impôt, et ainsi, assurer la neutralité. Toutefois, s'agissant du risque de blocage des transactions, les pays imposant les plus-values ont adopté différentes méthodes pour en atténuer l'effet. Plusieurs pays imposent les gains à long terme à un taux préférentiel, ce qui tend à minimiser l'effet du blocage des transactions sur les actifs susceptibles d'une plus-value à long terme. En Norvège, la préoccupation au regard du blocage des transactions a permis d'obtenir des soutiens en faveur de l'adoption du régime d'imposition basé sur le « modèle de l'actionnaire ». Les Pays-Bas mentionnent que leur régime du « panier 3 », qui impose de fait les plus-values latentes, évite l'effet de blocage des transactions ; en outre, l'imposition du rendement *théorique* sur les actifs nets moyens des ménages, établi sans égard à la forme véritable du rendement (dividendes, plus-values, intérêts), a pour but d'éviter les distorsions fiscales affectant le choix des actifs en fonction du traitement fiscal propre à la forme du rendement.

Avant de présenter la position des pays, le rapport examine, dans la section 1.2 a), les éventuelles inefficiences liées à l'effet du « blocage des transactions ». On trouvera ensuite un exposé des incidences de l'imposition préférentielle des plus-values à « long terme » (section 1.2 b)) et de l'imposition, du report ou de l'exonération des plus-values au décès (section 1.2 c)), faisant partiellement état des méthodes utilisées par les pays, notamment l'imposition possible de ces gains au moyen d'un impôt sur les successions ou sur les héritages. Les points de vue des pays sur le blocage des transactions sont ensuite présentés (section 1.2 d)), suivies de l'étude des méthodes, pratiques et théoriques, pour atténuer les effets du blocage des transactions (section 1.2 e)). L'annexe A de l'étude contient une analyse technique de l'effet de blocage des transactions que pourrait produire l'imposition des plus-values réalisées, diverses caractéristiques proposées pour neutraliser cet effet et les problèmes d'application pratique qu'elles posent.

1.2.a) Les inefficiences pouvant découler du « blocage des transactions »

Dans le cadre d'un impôt sur le revenu « pur » établi en fonction de la définition de revenu global proposée par Haig-Simons, les plus-values nettes effectives *latentes* sur un bien, représentant une augmentation de la « faculté contributive », doivent être incluses dans l'assiette fiscale. L'application de la norme établie par Haig-Simons se heurte toutefois à plusieurs obstacles. Plus particulièrement, il peut être très difficile de déterminer la valeur marchande courante de certains actifs, surtout les actifs très peu négociés sur un nombre restreint de marchés, ce qui sous-entend des coûts substantiels

tant de discipline fiscale pour les contribuables que d'évaluation pour les pouvoirs publics. De plus, l'imposition des plus-values latentes non réalisées peut occasionner de sérieux problèmes de trésorerie aux investisseurs⁷.

Au vu des problèmes que posent l'imposition des plus-values latentes, surtout en ce qui concerne les personnes physiques, les pouvoirs publics ont intérêt à renoncer à cette imposition sur la base des droits constatés pour lui préférer l'option consistant à inclure dans la base d'imposition les plus-values et moins-values (en totalité ou en partie) au moment de la vente ou de la cession des actifs sous-jacents et de la réalisation des gains ou des pertes. Si cette méthode, qui reporte l'impôt sur les plus-values au moment de la réalisation, évite en grande partie les problèmes d'évaluation et de trésorerie, elle présente toutefois certaines autres difficultés⁸.

L'imposition des plus-values et moins-values en fonction de la réalisation encourage la vente des actifs générateurs de perte pour obtenir la déduction fiscale de ces pertes, tout en encourageant les investisseurs à conserver des actifs présentant une plus-value pour différer le paiement de l'impôt qui s'y rattache⁹. L'asymétrie entre les moments de constatation des gains et des pertes érode les recettes fiscales et incite à l'adoption de règles pour endiguer le manque à gagner pour l'État, par exemple, des règles contrôlant l'imputation des pertes (voir section 1.3). De plus, l'effet de « blocage des transactions » produit par la rétention des actifs auxquels se rattache une plus-value est un facteur d'inefficience. D'après les réponses des pays, les pouvoirs publics se soucient particulièrement de la diversification sous-optimale des portefeuilles ainsi que de l'inefficience de la répartition du capital entre actifs productifs. D'autres rigidités et inefficiences ont aussi été signalées.

Pour évaluer ces inefficiences, il faut savoir que l'incitation à bloquer les transactions varie considérablement d'un contribuable à l'autre. Ainsi, les détenteurs de portefeuilles diversifiés auront vraisemblablement moins tendance à bloquer les transactions, car ils peuvent mettre les plus-values réalisées à l'abri de l'impôt en tirant avantage de la souplesse des règles de déduction des moins-values ou en achetant des options ou autres instruments dérivés permettant de couvrir le rendement des actifs « bloqués » (par exemple, acheter des actifs dont le rendement est inversement proportionnel à celui des actifs bloqués). Il en va de même des investisseurs nationaux exonérés d'impôt ou des non-résidents exemptés de l'impôt sur les plus-values de source nationale dans le pays d'accueil et le pays d'origine. Ainsi, les éventuelles inefficiences de la répartition du capital productif s'estompent en proportion de l'ampleur du financement provenant d'investisseurs nationaux et non-résidents exemptés d'impôt.

i) Diversification inefficace du portefeuille

Auerbach (1989) met l'accent sur les inefficiences découlant de la possibilité de différer l'impôt se rattachant à des actifs porteurs de plus-values latentes, ce qui dissuade les investisseurs de diversifier leurs portefeuilles de façon optimale. L'imposition différée fausse les décisions concernant les investissements de portefeuille, privilégiant la détention de portefeuilles qui présentent un risque plus élevé au regard d'un rendement attendu donné, comparativement à la composition des portefeuilles qui prévaudrait dans le cadre d'un régime d'imposition sur la base des droits constatés. Un investisseur peut choisir de ne pas modifier la composition de son portefeuille si la valeur attribuée à la réduction du risque grâce à une diversification de son portefeuille ne compense pas pleinement l'impôt sur les plus-values supplémentaire exigible lors de la vente des actifs susceptibles d'une plus-value¹⁰.

Prenons l'exemple simple d'un investisseur qui détient des actions en hausse de la société A, et un autre investisseur détenant des actions en hausse de la société B. Abstraction faite de l'impôt sur la plus-value accumulée au moment de la cession ou réalisation, chaque investisseur pourrait préférer vendre une partie de sa participation et utiliser le produit de la vente pour acquérir un portefeuille diversifié d'actions de chaque société, ce qui constitue une position enviable en termes de risques, lorsque les taux de rendement attendus sur les actions présentent une corrélation négative. Mais l'impôt exigible sur les gains accumulés afférents aux actions peut dissuader cet ajustement, à plus forte raison si l'encours de ces gains est important. Ainsi, les investisseurs peuvent conserver un portefeuille dont la spécialisation est inefficace, renonçant aux avantages personnels (et sociaux) que procure la diversification du portefeuille. En dissuadant la diversification du portefeuille, le blocage des transactions aboutit donc à une distribution sous-optimale des actifs d'un investisseur à l'autre.

Auerbach (1989) note que de telles distorsions emportent un coût social puisque la diversification optimale des portefeuilles procure des gains nets à la société. Malheureusement, on ne possède que peu de données empiriques sur les pertes d'efficacité résultant d'incitations à bloquer les transactions qui freinent une recombinaison judicieuse des portefeuilles dans le sens de leur diversification. Une étude conduite par Haliassos et Lyon (1993) conclut que les pertes d'efficacité liées au blocage des transactions sont inférieures aux gains d'efficacité résultant de l'augmentation de la prise de risque chez les investisseurs réfractaires au risque dans le cas particulier où un impôt forfaitaire est remplacé par une imposition des plus-values. Les résultats sont toutefois soumis à des hypothèses restrictives, y compris l'existence de dispositions permettant la déduction intégrale des moins-values qui favorisent la prise de risque (examinées à la section 2.1). Les résultats font également abstraction de considérations pratiques liées au cantonnement des pertes (dont il est question à la section 3.3).

ii) Inefficiences potentielles de la répartition du capital productif

Il est également possible que le « blocage des transactions » fausse la répartition du capital entre actifs productifs au sein de l'économie, et limite le financement d'investissements profitables, du moins dans certains cas. Par exemple, un investisseur peut apprendre l'existence d'un projet d'investissement promettant un rendement supérieur (c'est-à-dire, un rendement avant impôt sur les sociétés supérieur), dont les risques sont identiques à ceux que comporte un actif qu'il détient déjà et auquel se rattache une plus-value latente non imposée, et choisir quand même de ne pas modifier son portefeuille si l'impôt sur la plus-value réalisée lors de la cession se révèle supérieur à la valeur actualisée du rendement après l'impôt supplémentaire découlant de la substitution des actifs¹¹. On assisterait à une perte d'efficacité si l'investissement optionnel promettant un rendement avant impôt plus élevé n'obtenait pas de financement.

Une perte d'efficacité de cet ordre serait moins probable si des renseignements sur les occasions d'investissement étaient aisément accessibles et si l'accès aux marchés des capitaux était ouvert, ou si l'on comptait parmi les investisseurs éventuels des institutions exonérées et d'autres investisseurs exemptés qui n'ont aucun intérêt à bloquer les transactions. Par contre, si le marché financier présente des imperfections ou des obstacles qui restreignent le financement des investissements générant un rendement avant impôt supérieur à celui que génèrent les actifs bloqués, les rentes économiques peuvent dans certains cas ne pas être réalisées, ce qui occasionnerait une perte de bien-être.

Dans l'exemple précédent, si un projet d'investissement dont le taux de rendement avant impôt est supérieur venait à être financé, mais par des investisseurs non résidents, on pourrait considérer que le bien-être national est compromis s'il s'avérait qu'un investisseur national aurait pu le financer en l'absence de l'effet de blocage des transactions. C'est le cas si les bénéfices économiques d'un investissement reviennent à des étrangers, plutôt qu'à des épargnants nationaux. En temps normal, les investissements de l'étranger ne passent pas pour compromettre le bien-être national, mais seulement si le capital étranger est disponible alors que le financement national est impossible – ou plus précisément, lorsque le capital étranger est disponible à des coûts de financement moindres (le taux de rendement exigé par les investisseurs ou actionnaires est moindre). Si, toutefois, en l'absence d'un effet de blocage des transactions, des investisseurs nationaux peuvent être disposés à financer l'investissement national en s'attendant à un taux de rendement égal (ou inférieur) au taux exigé par les bailleurs de fonds étrangers, on pourrait fort bien voir autrement le fait que le blocage empêche de recourir à des fonds nationaux.

Enfin, il faut admettre que même si l'incitation à bloquer les transactions découlant de la possibilité de différer l'imposition peut donner lieu à une répartition inefficace du capital productif dans certains cas, il n'est pas certain que ce soit toujours le cas. Pour nombre d'observateurs, certains types d'investissements au moins, par exemple dans le domaine de la recherche et du développement, justifient que l'on encourage le « capital patient ». L'effet de blocage du report serait alors utile. De plus, le régime fiscal peut adopter des mesures accordant un traitement favorable aux gains à long terme réalisés sur des actions. Comme on le verra dans la section 1.2 b), un certain nombre de pays voient l'effet de blocage d'un œil favorable (et cherchent à le renforcer), du moins dans certains cas.

iii) Autres rigidités et inefficiences possibles

Le report de l'impôt sur les plus-values, qui diminue le taux d'imposition effectif applicable aux plus-values réalisées par les actionnaires, peut susciter un autre effet de blocage. Un taux d'imposition effectif sur les plus-values inférieur à celui qui s'applique aux dividendes peut en effet déséquilibrer la politique de distribution de l'entreprise, et plus particulièrement l'inciter à réinvestir ses bénéfices plutôt qu'à les distribuer aux actionnaires (l'effet de « blocage des transactions des sociétés »)¹². Ce blocage peut en effet nuire à l'efficacité si les fonds sont réinvestis dans des actifs dont le profil de risque par rapport au rendement est inférieur à celui d'autres investissements possibles.

En principe, les dirigeants d'entreprises, agissant dans l'intérêt des actionnaires, ne réinvestiraient les bénéfices dans les activités de leur entreprise que si, pour un niveau de risque donné, les rendements après impôt attendus étaient supérieurs à ceux offerts par ailleurs sur le marché. Toutefois, les gestionnaires qui pourraient être incités à conserver les bénéfices au sein de l'entreprise (par exemple, s'ils détiennent des options d'achat d'actions de la société) peuvent être enclins à le faire plutôt qu'à distribuer les fonds en présence d'un taux d'imposition effectif moindre sur les plus-values. Les particuliers actionnaires peuvent se montrer plus favorables au réinvestissement et convenir de cet emploi des fonds, compte tenu du moindre taux d'imposition effectif sur les plus-values, malgré des taux de rendement incertains sur les projets d'investissement de l'entreprise¹³.

1.2.b) L'incidence du traitement fiscal préférentiel des plus-values à long terme sur le « blocage des transactions »

Il est intéressant d'étudier l'incidence que peuvent avoir sur le blocage des transactions les régimes qui imposent différemment les plus-values réalisées selon la période de détention, ainsi que les objectifs de ces régimes. Comme l'indique le tableau 1.1, certains pays de l'OCDE réservent un traitement fiscal spécial (par exemple, une exonération ou une réduction du taux d'imposition) aux gains réalisés sur des titres détenus au-delà d'une certaine durée minimale de détention. L'Autriche et le Portugal, par exemple, exonèrent les plus-values réalisées sur les participations en actions détenues en portefeuille pendant au moins un an, alors que la France exonère les gains réalisés sur de telles participations dans des « nouvelles sociétés innovantes » détenues pendant au moins trois ans.

Un certain nombre de pays appliquent des taux réduits plutôt que d'exonérer les plus-values à « long terme ». Les États-Unis et l'Espagne imposent les plus-values à long terme au taux préférentiel de 15 %, moyennant une durée de détention minimale de un an. L'Australie utilise une autre méthode qui consiste à appliquer un taux d'inclusion partielle de 50 % dans l'assiette aux gains réalisés sur les actifs détenus pendant au moins un an (les gains réalisés sur les actifs détenus pendant moins d'un an sont inclus en totalité). Le Royaume-Uni, plutôt que de réduire automatiquement le taux d'imposition effectif dès que la durée de détention minimale est écoulée, a recours à un mécanisme dégressif qui permet de réduire graduellement le taux d'inclusion (c'est-à-dire d'augmenter la fraction exonérée du gain en capital), avec l'allongement de la durée de détention de l'actif concerné. On peut ainsi passer progressivement à des taux réduits, au lieu d'obtenir un changement radical ou instantané dès que la période minimale de détention est respectée.

Comme on l'a vu, l'imposition différée des plus-values (sur la base de la réalisation) réduit le taux d'imposition effectif applicable à la plus-value latente en deçà du taux de droit commun, en raison de la valeur temporelle de l'argent. Le taux d'imposition effectif est inversement proportionnel à la durée de détention¹⁴. Cet avantage fiscal tend à encourager l'achat et la conservation d'actifs susceptibles de plus-values (c'est-à-dire, encourage le blocage des transactions), l'ampleur du blocage dépendant du montant du gain imposable par rapport au prix de vente, et du taux d'imposition applicable aux plus-values.

Le traitement préférentiel des plus-values à « long terme » réduit le taux d'imposition effectif (à zéro en cas d'exonération d'impôt) sur les plus-values sur toute la durée de détention, une fois la durée minimale écoulée. La réduction du taux effectif est plus importante qu'en situation classique de report d'impôt, sous réserve que la durée de détention minimale imposée pour obtenir l'exonération ne soit pas très longue et qu'elle soit respectée¹⁵. Si la durée de détention minimale pour être admis au traitement préférentiel (par exemple, une exonération) réservé aux plus-values à « long terme » est de trois ans, par exemple, la demande des investisseurs pour des actifs éligibles pourrait croître (dans le cas d'actions, on pourrait exiger un taux de rendement avant impôt moindre), par rapport à la situation classique de report. L'incitation au blocage des transactions pourrait aussi être plus forte qu'en situation classique de report et devenir plus prononcée à l'approche de l'échéance de la période minimale, en supposant la présence de gains latents, en raison des conséquences fiscales plus défavorables en cas de vente qu'en cas de conservation des actifs. D'ordinaire, cette augmentation de l'incitation à bloquer les transactions aura fait partie des objectifs avoués du traitement préférentiel

des plus-values à long terme. (S'agissant d'actifs générateurs de pertes, l'incitation fiscale à céder l'actif sera généralement plus importante que dans un régime n'établissant aucune différence en fonction d'une période de détention, la déduction des moins-values étant restreinte ou impossible une fois la durée de détention minimale écoulée, compte tenu d'un traitement symétrique des moins-values et des plus-values¹⁶.)

Si une exonération d'impôt est accordée pour les gains à long terme, une fois la durée minimale (par exemple, trois ans) écoulée, les gains accumulés et futurs qui sont réalisés à partir de ce moment sont exonérés et il n'y a plus aucun intérêt à bloquer les transactions. Toutefois, comme le rendement futur d'un actif dont la détention se prolonge au-delà de la période minimale continuerait d'être exonéré d'impôt, l'avantage fiscal à détenir un actif susceptible d'une plus-value pourrait persister. Cependant, cet effet, s'il est aussi lié à la comparaison des taux d'imposition effectifs, est distinct de l'effet de blocage suscité par la perspective d'une réduction d'impôt sur les gains accumulés.

Lorsque la période de détention donnant lieu à l'exonération des plus-values est relativement courte, six mois, par exemple, l'effet de blocage des transactions ne sera sans doute pas très important dans l'ensemble. En pareil cas, on peut conclure que la décision des autorités consiste à imposer les gains spéculatifs (au titre des revenus) et à exonérer les gains en capital de façon générale, non pas pour encourager le blocage des transactions à court terme, mais pour éviter les distorsions qu'occasionnerait un tel blocage une fois franchie la limite du court terme.

1.2.c) L'incidence sur le blocage des transactions de l'imposition des plus-values au décès

Il faut, pour déterminer les facteurs incitant à bloquer les transactions dans le cadre d'un régime fiscal donné, tenir compte de l'imposition des plus-values au décès. Il faut de même examiner non seulement l'application possible de l'impôt sur les plus-values, mais également d'autres impôts, par exemple les droits de succession qui sont prélevés sur la valeur marchande des actifs, compte tenu de la plus-value latente mais non réalisée au moment du décès¹⁷. S'agissant de l'impôt sur les plus-values, des règles de réalisation réputée peuvent s'appliquer pour imposer la plus-value latente sur un bien au moment du décès (l'assiette d'imposition de l'actif étant portée à la valeur marchande actuelle pour éviter la double imposition). En revanche, l'impôt sur les gains non réalisés au décès peut être différé (l'assiette initiale des actifs susceptibles d'une plus-value passant aux héritiers), ou il peut y être renoncé (exonération assortie d'une majoration à la valeur marchande au décès de l'assiette d'imposition des actions pour les héritiers).

Si une personne sait qu'elle peut échapper à l'imposition des gains latents afférents aux actifs détenus au décès, elle aura généralement davantage intérêt à bloquer les transactions, toutes choses étant égales par ailleurs, qu'en cas d'imposition de ces gains au décès. Cela suppose toutefois alors l'absence de droits de succession ou autres prélèvements du même ordre, qui ferait en sorte d'imposer effectivement les gains latents¹⁸. Aux États-Unis, par exemple, les successions sont imposées. Une étude des règles applicables dans ce domaine révèle toute une série de méthodes. Une comparaison des taux d'imposition effectifs « tout compris » serait nécessaire pour bien comparer les incitations à bloquer les transactions d'un régime à l'autre, mais une telle analyse n'entre pas dans le cadre du présent rapport. Ce dernier examine cependant brièvement ci-après les différentes méthodes observées dans un certain nombre de pays de l'OCDE.

Comme on l'a vu, certains pays appliquent des règles de réalisation réputée pour imposer les gains latents au décès. D'autres pays reportent l'imposition des plus-values, transférant les gains latents aux héritiers qui seront assujettis à l'impôt sur ces gains au moment de la cession future de l'actif. Pour ce faire, l'assiette d'imposition initiale des actifs susceptibles d'une plus-value est prise en charge (reprise) par les héritiers. D'autres encore accordent une exonération, renonçant complètement à l'impôt sur les plus-values latentes au décès et imposant plutôt la valeur de l'actif, y compris les gains sous-jacents, dans le cadre d'un impôt sur les héritages (appliqué à la juste valeur marchande des actifs légués, y compris la plus-value). Enfin, d'autres appliquent un impôt sur les héritages tout en assujettissant les gains latents à l'impôt sur les plus-values (ou à l'impôt sur le revenu).

Le Canada, par exemple, impose les gains en capital latents afférents aux biens au moment du décès, l'assiette étant ajustée pour éviter la double imposition. De même en Nouvelle-Zélande, les gains en capital imposables latents au moment du décès sont réputés avoir été réalisés à ce moment et sont assujettis à l'impôt sur le revenu. Des règles prévoient aussi une réalisation réputée au Danemark, lequel impose les plus-values latentes au décès (l'imposition des plus-values pouvant être différée pour certaines participations majoritaires). Les plus-values latentes sont aussi assujetties à un impôt sur les héritages.

Aux Pays-Bas, les gains imposables latents au décès sur parts de capital (participations de 5 % ou plus) et des actifs d'entreprise sont généralement assujettis à l'impôt (les autres biens ne sont pas assujettis à un impôt sur les plus-values au décès). Toutefois, sur demande, les gains latents et ainsi l'obligation fiscale peuvent passer aux héritiers, qui doivent alors acquitter l'impôt au moment de la vente, le cas échéant, des biens dont ils ont hérité. Un impôt sur les héritages s'applique également. Si les gains latents ne sont pas transmis aux héritiers, l'impôt sur le revenu payé au titre des gains imposables latents peut être déduit de l'assiette de l'impôt sur les héritages. Si les gains latents sont transmis aux héritiers (et qu'aucun impôt sur le revenu n'est payé), une déduction est accordée aux fins de l'impôt sur les héritages, laquelle correspond à l'impôt sur le revenu latent que les héritiers devront payer lors de la réalisation. Certaines règles accordent en outre un quitus partiel ou une prorogation du délai de paiement lorsque les héritiers reprennent l'entreprise du défunt.

En Australie, les plus-values latentes au décès ne sont généralement pas imposables à ce moment, que ce soit dans le cadre de l'impôt sur les gains en capital ou d'un autre impôt. Des dispositions permettant plutôt un différé d'imposition du gain latent au moment où le bénéficiaire cède (autrement qu'au décès) l'actif dont il a hérité¹⁹. Il peut être fait exception à la règle générale du report prolongé par différé de l'impôt si un actif est transmis à une entité exonérée d'impôt, le fiduciaire d'une caisse de retraite ou, dans certains cas, un non-résident.

Un traitement semblable a cours en Espagne où, depuis 1992, les plus-values latentes ne sont pas assujetties à l'impôt sur le revenu des personnes physiques au décès. L'imposition est plutôt différée jusqu'à la vente future de l'actif par ceux qui en sont devenus propriétaires.

En Suède, un différé d'imposition est accordé de sorte que seul l'impôt sur les héritages s'applique aux plus-values latentes au décès. En vertu des dispositions correspondantes, le successeur est réputé avoir acquis les biens au coût auquel ils avaient été acquis par le défunt. Ce traitement permet de contourner les problèmes d'évaluation au décès et dans le même temps, d'éviter de fait l'imposition de la plus-value latente²⁰.

Les gains en capital latents au décès sont exonérés de l'impôt sur les plus-values aux États-Unis, l'assiette d'imposition des actifs acquis par les héritiers étant ajustée à la valeur marchande des actifs au moment du décès. On a décidé de rectifier l'assiette au décès notamment parce que les gains non réalisés étaient assujettis à l'impôt sur les successions à des taux beaucoup plus élevés que les taux historiques applicables aux gains en capital. On a jugé qu'un impôt supplémentaire sur les gains en capital équivaldrait à une seconde couche d'imposition. Ce raisonnement transparait de la réglementation fiscale pertinente et de la disposition du code actuellement en vigueur qui exige la transmission de l'assiette (de sorte que les héritiers soient assujettis à l'impôt sur les gains latents) lorsque l'impôt sur les successions sera abrogé en 2010.

Comme les États-Unis, l'Irlande ne prélève pas un impôt sur les plus-values non réalisées sur des actifs détenus au moment du décès, estimant que la question de l'imposition des actifs d'un défunt est politiquement sensible. L'Irlande prélève toutefois un impôt sur les successions auprès des héritiers du défunt, sous réserve de certains allègements et de certains seuils. On a jugé qu'il serait excessif de prélever deux impôts au moment du décès (à savoir l'impôt sur les plus-values et l'impôt sur les héritages).

De même, il n'y a pas d'impôt sur les plus-values au décès au Royaume-Uni (les gains et les pertes latents à la date du décès sont entièrement exonérés). Si la succession entière du défunt, y compris les actifs financiers dans leur totalité, peut être assujettie à l'impôt sur les héritages, un certain nombre d'allègements sont accordés. L'une des plus importantes mesures vise les transferts de biens entre conjoints. Ces transferts sont exonérés de l'impôt sur les héritages, tout comme le sont le transfert d'une participation dans une entreprise non constituée en société, les transferts d'actions dans une société commerciale non cotée et les transferts d'une participation de contrôle dans une société commerciale.

Au Luxembourg, seules les plus-values effectivement réalisées sont imposées, et les périodes de détention continuent à courir pour l'héritier. Par exemple, si le défunt avait acquis des titres deux mois avant son décès, l'héritier doit attendre encore quatre mois pour que les plus-values réalisées sur ces titres soient exonérées d'impôt.

Au Mexique, les plus-values latentes au décès sont entièrement exonérées de l'impôt sur les plus-values (sur le revenu) et de l'impôt sur les héritages. La République tchèque accorde également une exonération de l'impôt sur les plus-values, y renonçant au moment du décès de sorte que ni l'exécuteur testamentaire ni le bénéficiaire ne sont assujettis à un impôt sur les plus-values sur les gains latents. Un impôt sur les héritages s'applique, mais les biens laissés aux époux, enfants, petits-enfants, parents et grands parents en sont exemptés.

En Allemagne, l'impôt sur les héritages est prélevé séparément auprès de chaque bénéficiaire ou donataire en fonction de la part de la succession qui lui revient. Dans le cas de la Norvège, l'impôt sur les héritages s'applique de la même façon qu'en Islande pour chaque bénéficiaire, sauf en ce qui concerne les époux et les personnes qui cohabitent, qui en sont exemptés. Ni l'Allemagne ni la Norvège ne prélèvent d'impôt sur les plus-values latentes au moment du décès.

1.2.d) Le point de vue des pays sur l'effet de « blocage des transactions »

Le questionnaire demande aux pays de cerner l'effet de blocage des transactions susceptible de découler de l'imposition des plus-values et de faire part de leurs préoccupations à cet égard. En principe, l'effet de blocage des transactions sera différent selon le type d'actif (par exemple, si les règles d'imposition des plus-values ciblent

certaines biens), la période de détention (par exemple, si le taux d'imposition effectif appliqué aux gains réalisés varie selon qu'il s'agit de gains à « court terme » ou à « long terme ») et les groupes d'investisseurs (c'est-à-dire, assujettis à l'impôt ou exemptés). Il faut aussi se demander si les problèmes liés à l'effet de blocage ne touchent principalement que la diversification des portefeuilles ou s'ils touchent aussi ou plutôt la composition des actifs productifs au sein de l'économie et ainsi, le revenu national total.

i) Pour certains pays, l'effet de blocage des transactions est un problème important

Pour la Nouvelle-Zélande et les Pays-Bas, l'effet de blocage des transactions découlant des méthodes classiques d'imposition des plus-values réalisées pose des problèmes aux autorités et ces pays préfèrent déroger à ces méthodes, sauf dans certains cas précis (par exemple, certains gains réputés constituer un revenu d'entreprise).

La Nouvelle-Zélande, contrairement à la plupart des pays de l'OCDE, renonce à l'impôt sur les plus-values sur les parts de capital d'entreprises néo-zélandaises détenues en portefeuille. On différencie plutôt le revenu d'entreprise et le revenu du capital, les gains constituant un revenu d'entreprise assujetti à l'impôt²¹. L'imposition intégrale des plus-values a été écartée principalement pour éviter l'effet de blocage des transactions et la répartition inefficace des ressources qui en découle.

Pour la Nouvelle-Zélande, comme l'un des avantages de l'imposition des plus-values et de réduire à savoir les distorsions fiscales affectant l'allocation du portefeuille, ce qui conduit à un gain d'efficacité, les distorsions résultant du blocage des transactions dans le cadre d'un régime d'imposition des plus-values réalisées constituent une préoccupation importante. En l'absence de considérations fiscales, si les investisseurs peuvent obtenir un meilleur rendement en investissant dans un autre actif comportant un risque équivalent, ils choisiront normalement de vendre l'actif qu'ils détiennent pour se reporter sur l'actif leur procurant le meilleur rendement. Il y a dans ce cas allocation efficace du portefeuille. Une imposition des plus-values réalisées incite toutefois à reporter la réalisation de la plus-value et fait ainsi obstacle à la diversification optimale du portefeuille si l'impôt exigible à la réalisation de la plus-value du premier investissement est supérieur à l'augmentation du rendement résultant de la nouvelle allocation.

L'imposition des plus-values latentes ne produit pas d'effet de blocage des transactions. En raison des difficultés que soulève l'évaluation de plusieurs actifs, il est toutefois impossible de la mettre en œuvre sans pour le moins commettre des imprécisions graves et engager des coûts de discipline élevés. Un impôt sur les plus-values entraîne donc inévitablement un effet de blocage des transactions. Et pour la Nouvelle-Zélande, l'effet de blocage est suffisamment important pour l'emporter sur les gains d'efficacité, d'équité et de discipline fiscale, pouvant résulter de l'élimination de la différence entre capital et revenu. La Nouvelle-Zélande se préoccupe particulièrement de l'effet de blocage affectant les investissements dans des actifs dont les prix sont volatiles, s'agissant des actifs susceptibles de présenter la plus-value la plus importante. L'effet de blocage est proportionnel à l'importance de la plus-value.

On a envisagé à maintes reprises, à l'occasion de refontes du régime fiscal en Nouvelle-Zélande, d'instaurer un impôt distinct sur les plus-values. C'est à la fin des années 80 que cette possibilité a été étudiée le plus sérieusement. Les distorsions ainsi que les coûts d'administration et de discipline induits par l'instauration d'un impôt sur les plus-values réalisées ont abouti à la décision de ne pas y donner suite. Un réexamen du

régime fiscal de la Nouvelle-Zélande en 2001 a confirmé cette position, les préoccupations quant à l'effet de blocage étant un facteur important de cette décision²².

Cette position n'a cependant pas toujours prévalu. En 1989, un document de consultation public sur l'imposition du revenu du capital proposait d'inclure le revenu du capital dans l'assiette fiscale au moyen d'un impôt distinct sur les plus-values²³. Cet impôt aurait été appliqué sur la base de la réalisation tout en admettant qu'il susciterait un effet de blocage des transactions. On estimait toutefois que les gains d'efficience induits par l'élimination de la différence entre capital et revenu l'emporteraient sur les inefficiences découlant de l'effet de blocage des transactions. Le document proposait également l'instauration d'un mécanisme d'indexation, pour éviter l'imposition des gains strictement dus à l'inflation. Le gouvernement travailliste de l'époque a perdu les élections législatives de 1990 et les propositions sont ainsi devenues caduques.

Le gouvernement néerlandais souhaitait aussi vivement éviter l'effet de blocage des transactions se rattachant à l'imposition des plus-values. Comme on l'a vu, l'approche novatrice adoptée aux Pays-Bas fait en sorte d'imposer, en fonction d'une comptabilité d'exercice modifiée, un rendement théorique sur les actifs financiers, par la méthode dite du « panier 3 ». L'impôt étant prélevé chaque année, on élimine l'incitation à bloquer les transactions associées à un différé d'imposition. Dans le même temps, comme l'impôt exigible correspond à un pourcentage des actifs financiers nets moyens détenus au cours de l'année, il n'est pas nécessaire de constater séparément les dividendes, les plus-values et les intérêts, et les coûts de discipline et d'administration fiscales en sont réduits, de même que les possibilités d'arbitrage fiscal. Le fisc connaît cependant parfois des problèmes d'évaluation, car l'assiette dépend de la valeur courante sur le marché des actifs, et non pas de leur valeur comptable.

Dans les pays qui choisissent de ne pas imposer les plus-values sur les actions pour éviter l'effet de blocage des transactions, des dispositions sont d'ordinaire en place, comme on l'a vu, pour imposer les gains spéculatifs sur les actions détenues pendant une durée inférieure à une période donnée (par exemple, un an) en tant que revenu d'entreprise. Nombre de pays ont également adopté des dispositions en vue de contrer l'incitation éventuelle à convertir artificiellement les dividendes reçus sur des actions en plus-values pour obtenir un avantage fiscal, par exemple, par le biais du rachat d'actions. Dans l'hypothèse où les dirigeants d'entreprises ne procéderaient pas à une telle conversion sans directives des actionnaires à cet effet, un certain nombre de pays exonérant de façon générale les plus-values afférentes aux actions les imposent lorsqu'une telle influence est susceptible d'être exercée.

On peut donner pour exemple l'Allemagne, où, pour contrer la planification fiscale, l'imposition des plus-values est limitée aux gains spéculatifs à court terme constituant un revenu d'entreprise (les gains sur des titres détenus pendant moins d'un an et sur les biens immobiliers détenus pendant moins de 10 ans) et aux gains réalisés à la cession de participations importantes (de plus de 1 % au cours des cinq années précédentes). Ce mécanisme, qui assure l'exonération des plus-values pour les avoirs passifs non spéculatifs, évite les problèmes liés à l'effet de blocage des transactions tout en visant à renforcer le financement sur capitaux propres. Les autorités ne considèrent pas l'effet de blocage des transactions comme un problème, compte tenu des exonérations accordées pour les plus-values à long terme afférentes aux participations en portefeuille.

De même, la République tchèque indique que l'exonération qu'elle consent pour les gains (non spéculatifs) afférents aux actifs détenus pendant plus de six mois est conçue pour dissuader le blocage des transactions, tout en favorisant l'expansion du marché

financier national. Au Portugal, on a pris en compte l'effet possible de blocage des transactions avant de décider d'exonérer entièrement les plus-values sur les actions détenues pendant plus d'un an.

L'Irlande a indiqué que des effets de blocage existant de longue date ont été mis en évidence *a posteriori* par une augmentation importante des recettes fiscales dans la foulée de la réduction, en 1998, du taux d'imposition des plus-values de 40 % à 20 %. La réduction du taux a contribué à l'augmentation des recettes, qui sont passées d'environ 245 millions EUR, en 1998, à 1 436 millions EUR en 2003. L'Irlande explique que le nombre accru des réalisations (du fait d'un blocage moins important) est attribuable aux portefeuilles d'actifs statiques, c'est-à-dire, les portefeuilles qui auraient été vraisemblablement détenus jusqu'au décès pour éviter l'impôt sur les plus-values (comme on l'a vu, le transfert des actifs aux héritiers ne donne pas lieu à un impôt sur les plus-values en Irlande). L'Irlande indique également que la réduction du taux a diminué l'incitation à utiliser d'autres techniques (par exemple, divers mécanismes artificiels de minimisation de l'impôt et le camouflage d'actifs dans des paradis fiscaux) qui visaient à échapper au taux d'imposition antérieur de 40 %.

ii) L'effet de blocage des transactions n'est pas un problème important pour tous les pays

Plusieurs pays participants, notamment l'Australie, le Canada, le Danemark, l'Espagne, les États-Unis, la Finlande, l'Italie, la Norvège, le Royaume-Uni et la Suède, ont indiqué que l'effet de blocage des transactions provoqué par l'imposition basée sur la réalisation soulève certaines inquiétudes, qui ne sont toutefois pas suffisamment importantes pour les empêcher d'avoir recours à une imposition intégrale des plus-values, même si elle est d'ordinaire assortie d'un dégrèvement fiscal, spécifique ou général. On a généralement estimé que les avantages de l'imposition des plus-values (par exemple, la possibilité de lever et de préserver des recettes fiscales et d'éviter le déséquilibre résultant de l'imposition des dividendes alors que les plus-values ne sont pas imposables, ainsi que le souci d'équité verticale et horizontale) l'emportaient sur les pertes d'efficacité citées suscitées par le blocage des transactions. Dans le même temps, la plupart des pays ont adopté des dispositions visant à pallier les inefficiences induites par le blocage des transactions en limitant les avantages liés au différé d'imposition.

Comme on l'a vu, un certain nombre de pays de l'OCDE accordent un traitement spécial aux plus-values à « long terme ». Or, l'imposition préférentielle des plus-values à long terme peut accentuer l'incitation à bloquer les transactions au cours de la période de détention si l'imposition à taux plein s'applique, mais réduire (voire éliminer, en cas d'exonération du gain en capital à long terme) l'effet de blocage une fois la période de détention minimale respectée²⁴. Dans d'autres pays, l'abattement fiscal est accordé progressivement selon la durée de la période de détention, et cible parfois les gains réalisés sur certains actifs.

En Australie, la plus-value sur les actifs détenus par des personnes physiques pendant au moins 12 mois est effectivement imposée à la moitié du taux habituel (c'est-à-dire qu'un taux d'inclusion de 50 % s'applique). Dans le cadre de ce régime, instauré en 1999 pour remplacer les mécanismes d'indexation et de lissage, les personnes physiques doivent inclure dans le calcul du revenu imposable la moitié des plus-values réalisées (sans déduction pour tenir compte de l'inflation) sur les actifs détenus pendant au moins 12 mois. Les plus-values sur les actifs détenus pendant moins de 12 mois sont imposées aux taux habituellement applicables au revenu. On a décidé d'imposer les gains à court

terme réalisés sur certains actifs (détenus pendant moins de un an) à taux plein, car ces gains s'apparentent à un revenu ordinaire. L'Australie précise qu'elle a décidé d'imposer à un taux préférentiel les gains réalisés sur les actifs détenus pendant au moins 12 mois afin de réduire l'effet de blocage des transactions.

En Espagne, l'effet possible de blocage des transactions passait pour un obstacle important jusqu'en 1996, date à laquelle l'Espagne a accordé un allègement fiscal (un taux réduit) au titre des plus-values à long terme. Plus particulièrement, un taux fixe proportionnel (uniforme) d'imposition de 15 % s'applique aux gains réalisés sur les actifs détenus pendant plus d'un an. L'Espagne explique que l'un des objectifs principaux du raccourcissement de deux ans à un an, à compter de 2002, de la période de détention (donnant droit au traitement préférentiel des plus-values à long terme) était de réduire l'incitation à bloquer les transactions.

Selon les États-Unis, les discussions qui s'y déroulent sur l'imposition des plus-values abordent toujours l'effet de blocage des transactions. On craint particulièrement qu'en dissuadant les cessions d'actifs, le blocage ne décourage une réaffectation des portefeuilles et des ressources réelles qui serait porteuse de gains d'efficacité. De plus, l'effet de blocage réduit les recettes fiscales car les contribuables reportent la réalisation pour différer le paiement de l'impôt et y échapper ensuite à l'imposition des gains latents au décès. Aux États-Unis, l'impôt fédéral sur le revenu réduit considérablement l'effet de blocage en appliquant un taux préférentiel relativement faible (15 %) aux gains à long terme, à l'égard desquels l'effet de blocage risque d'être le plus prononcé.

La période de détention minimale, aux États-Unis, donnant droit au taux préférentiel pour les gains à long terme est d'un an. Un état des opérations déclarées dans les déclarations fiscales a permis de conclure que l'effet de blocage des transactions occasionné par l'imposition d'une période de détention minimale ne se manifestait qu'au cours du mois ou des deux mois précédant l'échéance, ce qui témoigne d'une incitation minime à différer l'impôt par rapport au blocage potentiel des plus-values à long terme sur les actifs détenus pendant quelques années ou plus longtemps encore. Les États-Unis font remarquer que l'intensité de l'effet de blocage est généralement fonction du montant des impôts exprimé en pourcentage du prix de vente (et d'autres facteurs, dans certains cas). Il dépend donc du taux d'imposition et du ratio gain en capital sur prix de vente. Ce ratio est en général plus élevé sur les actifs détenus durablement. De la sorte, la réduction du taux d'imposition aura vraisemblablement une incidence plus marquée sur les ventes d'actifs détenus durablement.

L'imposition, aux États-Unis, des gains à long terme à un taux préférentiel réduit a aussi pour but de promouvoir les investissements (et peut-être pallier l'absence d'indexation pour tenir compte de l'inflation), certains faisant valoir que les décisions en matière d'investissement sont trop imprévoyantes (un effet de blocage négatif) et qu'une incitation fiscale est justifiée pour encourager les investisseurs à conserver plus longtemps les actifs. La compensation pour l'inflation et la promotion du capital « patient » font partie des raisons de l'adoption en 1993 d'une disposition visant les nouveaux investissements dans certaines actions de petites entreprises et en 1997, d'une autre disposition prévoyant des taux réduits pour les actifs détenus pendant au moins cinq ans à compter de 2001. Cette dernière disposition ne s'applique pas à l'heure actuelle, en raison de la loi de 2003 (mais sera réactivée en 2009 si l'application de la loi de 2003 n'est pas prolongée).

En 1998, le Royaume-Uni a introduit un abattement fiscal progressif exonérant une part croissante de la plus-value proportionnellement à la durée de détention de l'actif qui

remplace l'abattement en cas de retraite pour le propriétaire ou l'associé d'une entreprise et l'abattement pour indexation accordés aux personnes physiques, ayant pour résultat de réduire pour ces personnes l'imposition des gains dus à l'inflation²⁵. L'abattement progressif s'applique à différents taux selon qu'il s'agit d'actifs « commerciaux » ou « non commerciaux ». L'exonération des gains réalisés sur des actifs non commerciaux peut atteindre 40 % pour les actifs détenus pendant au moins 10 ans. Pour les actifs commerciaux, l'exonération maximale de 75 % peut être réclamée après deux ans. Le Royaume-Uni explique que la réduction de l'imposition des plus-values à long terme au moyen d'un abattement progressif a pour objectif d'encourager les investissements à long terme dans des actifs physiques, particulièrement les actifs économiquement productifs, de récompenser les preneurs de risque et promouvoir l'entreprise, ainsi que de simplifier l'allègement accordé pour les gains dus à l'inflation²⁶.

Au Danemark, le régime d'imposition des plus-values réalisées sur des actions a récemment été modifié pour régler les problèmes de blocage des transactions liés à l'imposition d'une période de détention minimale de trois ans donnant droit à un traitement fiscal préférentiel (une exonération). Avant la réforme, les gains réalisés sur des actions détenues pendant moins de trois ans étaient imposés aux mêmes taux élevés applicables au reste du revenu du capital (correspondant aux taux marginaux applicables au revenu du travail), tandis qu'une exonération d'impôt était accordée pour les gains réalisés par les actionnaires minoritaires sur des actions cotées détenues pendant plus de trois ans. Sans être éliminé, l'effet de blocage des transactions issu de l'imposition sur la base de la réalisation est réduit après la réforme grâce à l'application aux plus-values de taux d'imposition moins élevés. La réforme fiscale élimine en outre l'effet de blocage prononcé qui était lié à l'imposition de la période de détention minimale de trois ans.

Un certain nombre de pays imposent les plus-values réalisées à un taux effectif relativement faible comparé au taux applicable au revenu ordinaire ou à d'autres formes de revenu du capital (par exemple, les intérêts), sans égard à une période de détention. Un taux d'imposition relativement faible permet de réduire l'impôt susceptible d'être reporté, par rapport au prix de vente, réduisant par le fait même l'incitation à bloquer les transactions.

Le Canada, par exemple, n'impose que la moitié des plus-values réalisées. Le taux d'inclusion des gains en capital est passé de 75 % à 50 % en 2000, aux fins de l'impôt sur le revenu des particuliers comme de l'impôt sur le revenu des sociétés. Ce régime fiscal tient compte du fait que l'inclusion de la totalité du gain en capital peut avoir plusieurs résultats indésirables, notamment celui d'encourager le blocage des transactions²⁷.

En Italie, dans le cadre du nouveau régime d'imposition des plus-values, les gains réalisés sur des participations éligibles mesurées en termes de droits de vote et de leur valeur²⁸, font l'objet depuis 2004 d'un taux d'inclusion de 40 %, les plus-values nettes imposables étant assujetties aux taux d'imposition de base applicables au revenu des particuliers. Les plus-values nettes réalisées sur des actions non éligibles et des obligations sont imposées à un taux proportionnel (uniforme) de 12,5 %²⁹. Ce traitement fiscal atténue l'effet de blocage des transactions que produirait par ailleurs l'intégration partielle de l'imposition auprès des sociétés et des particuliers des bénéficiaires non répartis et de l'imposition réduite du rendement sur les obligations et autres titres financiers analogues. Le nouveau régime fiscal italien renonce au précédent régime d'imposition des gains latents auprès de certains contribuables (plus particulièrement, l'épargne gérée par les banques), en raison des complexités et des coûts qu'il entraînait, en faveur d'un régime d'imposition des plus-values réalisées.

Les pays dotés d'un régime dual d'imposition du revenu (par exemple, la Finlande, la Suède, la Norvège avant 2006, sous le régime RISK), où l'application d'un taux d'imposition préférentiel au revenu du capital fait partie de l'approche de base, un mécanisme intégral est activé pour atténuer les éventuels effets de blocage des transactions. Dans le cadre de ces régimes, l'imposition des plus-values est reportée jusqu'à la réalisation des gains, donc les avantages liés au report ne sont pas éliminés. Cependant, le taux d'imposition relativement faible appliqué au revenu du capital, notamment les plus-values réalisées, se traduit par une réduction de l'impôt susceptible d'être différé (comparativement au régime qui impose les gains en tant que revenu ordinaire), diminuant ainsi l'incitation à bloquer les transactions.

Certaines autres méthodes sont novatrices et se distinguent à ce titre par la façon dont elles s'attaquent au blocage des transactions et à d'autres problèmes. La plus novatrice des approches examinées dans le cadre de la présente étude est peut-être celle qu'utilise la Norvège dans le cadre de son « modèle de l'actionnaire », une variante du régime dual qui restreint l'imposition au rendement (y compris les gains) supérieur au rendement sans risque, éliminant ainsi en grande partie l'effet de blocage pour les actifs générateurs de rendements à peu près normaux, tout en assurant la neutralité des investissements de façon plus générale.

Dans le cadre du modèle de l'actionnaire de la Norvège, le rendement « normal » des capitaux propres est exonéré de l'impôt des personnes physiques et n'est assujéti qu'à l'impôt sur le revenu des sociétés au taux qui s'applique au revenu d'intérêts des particuliers. Le rendement normal est exonéré de l'impôt des personnes physiques grâce au mécanisme du « rendement fiscalement protégé » sur les actions, lequel rendement correspond au coût d'acquisition multiplié par un taux de rendement normal, imputé aux bénéfices distribués et aux bénéfices non répartis³⁰. Grâce à cette protection fiscale, Ce traitement s'apparente à un impôt sur les flux de trésorerie ; plutôt que de prévoir la déduction immédiate du coût d'acquisition, on permet le report de ce coût avec intérêts.

Comme le montre l'annexe A, le modèle de l'actionnaire élimine toute incitation à bloquer les transactions lorsque les actifs susceptibles d'une plus-value génèrent des taux de rendement normaux et l'abattement au titre du rendement protégé est réclamé en totalité. En cas de rendement supérieur à la normale, il y a incitation à bloquer les transactions puisque l'abattement personnel se limite au rendement généré à un taux normal. Les autorités norvégiennes signalent que le modèle de l'actionnaire n'est pas entièrement neutre, même pour des actifs générant un taux de rendement normal, car l'abattement au titre du rendement protégé ne peut compenser que les plus-values réalisées sur la même action. Ainsi, tout abattement excédentaire est perdu lorsque l'actif correspondant est vendu et que le prix de vente ne suffit pas à absorber l'abattement (c'est-à-dire que le traitement des gains et des pertes n'est pas entièrement symétrique).

De même, la méthode utilisée par les Pays-Bas pour régler les problèmes de blocage de transactions ainsi que d'autres problèmes, qui consiste à imposer un rendement théorique sur les actions (et d'autres actifs) en fonction d'une comptabilité d'exercice, plutôt que d'imposer les dividendes et les plus-values véritablement réalisées, se distingue aussi par son caractère novateur.

1.2.e) Diverses mesures visant à remédier aux incitations au « blocage des transactions »

Les réponses des pays montrent que diverses méthodes peuvent être envisagées pour s'attaquer au problème du « blocage des transactions », chacune nécessitant des

compromis soupesés dans chaque pays en fonction de la situation qui y prévaut. L'une de ces méthodes consiste à exonérer les plus-values de l'impôt, tout en ciblant certains avoirs afin de contrer les stratégies de planification fiscale (c'est-à-dire, la conversion de revenu) ainsi que les gains « spéculatifs » des particuliers correspondant à un revenu d'entreprise.

La position diamétralement opposée est celle de l'imposition générale sur la base des droits constatés. Cette méthode a toutefois suscité peu d'intérêt, en raison des difficultés d'ordre pratique qu'elle soulève. En effet, plusieurs pays soulignent dans leurs réponses les difficultés qu'entraînerait un tel régime qui nécessite l'évaluation périodique d'actifs, génère des coûts importants pour les contribuables et les autorités fiscales et occasionne des problèmes de liquidité aux contribuables qui doivent contracter des emprunts ou vendre des actifs pour acquitter l'impôt.

Les réponses des pays révèlent toutefois qu'ils ne s'abstiennent pas tous d'imposer les particuliers sur les plus-values latentes. La Nouvelle-Zélande, par exemple, dissuade la conversion en plus-values exonérées des revenus d'intérêts générés par les obligations sans coupon (à prime de rendement élevée) et d'autres obligations en portefeuille émises par des sociétés, en imposant les gains attendus de ces obligations sur la base des droits constatés. Une autre exception réside dans le régime d'imposition de l'épargne dit du « panier 3 », aux Pays-Bas, qui évite le blocage des transactions et la nécessité de comptabiliser séparément le rendement des actifs en ayant recours à une mesure théorique du rendement accumulé annuellement et calculée en fonction des actifs financiers nets moyens des ménages.

Le Royaume-Uni, comme sans doute d'autres pays, juge irréalistes les façons d'éliminer le blocage des transactions dans le cadre d'un régime d'imposition des plus-values réalisées par des moyens assimilables à une imposition de la plus-value non réalisée, par exemple, en imputant des intérêts au paiement de l'impôt sur les plus-values différé. Comme en témoigne l'annexe A, il est difficile de concevoir un régime d'imposition des plus-values réalisées qui impute effectivement des intérêts en vue de neutraliser les avantages du report de l'impôt et ainsi, l'effet de blocage des transactions, qui ne ferait pas peser de contraintes excessives, voire impossibles sur la discipline et l'administration fiscales. Les renseignements nécessaires au fonctionnement d'un mécanisme de pénalité sous forme d'intérêts fondé sur les fluctuations réelles des gains peuvent en faire une entreprise irréalisable dans certains cas, sinon la plupart. Une méthode de lissage en fonction des fluctuations théoriques des gains évite ces problèmes, mais comporte ses propres difficultés. Comme une imposition « rétrospective » peut dans certains cas donner lieu à un impôt exigible en présence de pertes nettes, il pourrait être difficile de faire accepter l'instauration d'un tel impôt.

Outre l'exonération des plus-values ou leur imposition sur la base des droits constatés ou sur une base équivalente, certaines autres méthodes sont utilisées pour limiter l'effet de blocage des transactions, notamment : l'exonération des gains réalisés sur des biens de types donnés, l'exonération des plus-values « non spéculatives », l'imposition des plus-values à des taux réduits de façon générale ou pour certains types d'actifs par l'application d'un taux de droit commun réduit ou l'inclusion partielle, l'imposition des plus-values à long terme à taux réduit ou réduit progressivement, et l'octroi d'abattements personnels qui dégrèvent partiellement les plus-values.

L'effet de blocage des transactions peut sembler particulièrement problématique en ce qui concerne certains types d'actifs auxquels doit s'appliquer un régime d'imposition spécial. Par exemple, comme l'indique le tableau 1.1, nombre de pays de l'OCDE

exonèrent les gains réalisés sur la résidence principale d'un contribuable, d'ordinaire sous réserve de certaines conditions. L'une des variantes consiste à réduire l'impôt afférent aux gains réalisés sur certains biens. En Suède, on a considéré que le marché du logement constituait l'un des domaines dans lesquels l'effet de blocage des transactions est nuisible. Si la perspective d'être imposés sur les gains inhérents aux résidences personnelles incite les ménages à conserver leur résidence plus longtemps qu'en l'absence de considérations d'ordre fiscal (pour une durée sous-optimale), l'utilisation du parc résidentiel n'est alors pas efficace. Pour atténuer l'effet de blocage éventuellement préjudiciable, seuls les deux tiers des plus-values réalisées inhérentes aux résidences personnelles sont imposables en Suède, où il est également possible de reporter le paiement de l'impôt généré par la vente d'une résidence si le produit est utilisé pour acheter une nouvelle résidence.

La diminution de l'effet de blocage par la réduction du taux d'imposition effectif applicable aux gains réalisés, que ce soit directement ou grâce à l'inclusion partielle des plus-values nettes dans le revenu imposable, permet jusqu'à un certain point d'atténuer les distorsions, inégalités et pertes de revenus qu'entraîne l'exonération totale et contribue à trouver une solution équilibrée à des préoccupations conflictuelles. Au Canada, la moitié des gains est comprise dans le calcul des gains en capital imposables. Dans les pays qui sont dotés d'un régime fiscal dual, notamment la Finlande, la Suède et la Norvège, l'imposition du revenu du capital, y compris les plus-values, à un taux réduit constitue une composante de base du régime fiscal et peut servir à plusieurs fins, notamment de solution aux problèmes causés par l'effet de blocage. L'Australie, l'Espagne et les États-Unis imposent les plus-values à « long terme » à un taux réduit lorsque la durée minimale de détention est atteinte, tandis que le régime de taux dégressifs mis en place au Royaume-Uni facilite la transition vers des taux d'imposition réduits.

L'imposition des plus-values ou leur imposition à un taux réduit peuvent inciter à la planification fiscale, occasionner des pertes de recettes fiscales importantes et susciter des distorsions fiscales dans certains cas. L'une des façons de tenir compte en partie de ces considérations conflictuelles, mise en l'avant par le Royaume-Uni, consiste à accorder une exonération des plus-values qui élimine l'impôt sur les plus-values et l'effet de blocage pour les investisseurs dont les plus-values nettes sont inférieures au montant de l'exonération. Ces investisseurs n'auraient pas le même intérêt que les autres à bloquer les transactions lorsqu'il est question de diversifier leur portefeuille. Les investisseurs dont les plus-values nettes sont supérieures à l'exonération auraient intérêt à bloquer les transactions, mais uniquement pour ce qui concerne la part des gains excédant le seuil admis.

Comme on l'a vu au tableau 1.1, nombre de pays, notamment l'Allemagne, la Corée, la Hongrie, l'Irlande, le Japon, le Luxembourg, le Royaume-Uni et la Turquie accordent une déduction annuelle qui permet de réaliser en franchise d'impôt un montant déterminé de gains sur des biens (non commerciaux). Le Canada accorde une exonération cumulative à vie des gains en capital (500 000 CAD) pour les gains réalisés sur des actions d'une petite entreprise éligible et des biens agricoles éligibles.

Aux termes du « modèle de l'actionnaire » utilisé en Norvège, les investisseurs ont droit à une exonération personnelle, le « rendement fiscalement protégé », pour les rendements normaux (sans risque), exonération appliquée aux bénéfices distribués et aux bénéfices non répartis. Comme on le verra dans l'annexe A, cette exonération permet de réduire l'incitation à bloquer les transactions, voire de l'éliminer en grande partie en ce qui concerne les actifs dont le taux de rendement est normal.

Enfin, il convient de noter que plusieurs pays appliquent des dispositions de « différé d'imposition » (examinées à la section 3.4 et dans le sommaire figurant au tableau 3.1) qui permettent dans certaines situations de reporter l'impôt sur les plus-values au-delà de l'année du transfert ou de l'aliénation d'un actif susceptible d'une plus-value. De façon générale, le différé d'imposition accentue (au lieu d'atténuer) l'effet de blocage des transactions en multipliant les occasions de différer l'impôt. Cet allègement peut toutefois jusqu'à un certain point freiner l'incitation à bloquer des transactions et améliorer l'efficacité, du moins dans certains cas, comme le souligne le Royaume-Uni. Par exemple, lorsque la possibilité de différer l'impôt en cas d'échange d'actifs suppose que les capitaux dégagés par la cession d'un bien soient investis dans un autre bien de la même catégorie, l'effet de blocage qui freine la diversification à l'intérieur d'une même catégorie peut être diminué (tandis que celui qu'entraîne le report et qui freine la diversification d'une catégorie à l'autre peut s'accroître).

1.3. Souci d'équité horizontale et verticale

De nombreuses réponses au questionnaire montrent que le souci d'améliorer l'équité horizontale et verticale est un des facteurs principaux ayant pesé sur la décision d'imposer les plus-values auprès des particuliers. En effet, l'Irlande avait pour intention principale, lors de l'instauration de son impôt sur les plus-values en 1974, d'améliorer l'équité fiscale entre les personnes gagnant surtout des revenus ordinaires (un salaire) et celles qui réalisaient des plus-values, et l'une des caractéristiques fondamentales de cet impôt résidait dans la faiblesse d'un taux d'imposition appliqué à une large assiette ainsi que certaines exonérations et concessions, dont un seuil annuel personnel. De même au Royaume-Uni, l'un des objectifs principaux lors de l'introduction de l'impôt sur les plus-values en 1965 était de rendre le régime fiscal plus équitable en veillant à ce que les personnes physiques soient redevables d'impôt sur les plus-values qu'elles réalisaient.

L'Australie relève que l'exclusion des plus-values de l'assiette fiscale, jusqu'en 1985, enfreignait le principe de l'équité horizontale, dans la mesure où elle favorisait les personnes dont le revenu se composait de plus-values. L'exclusion réduisait aussi la progression effective de l'imposition du revenu des personnes physiques et était incompatible avec le principe de l'équité verticale en ce sens que les personnes disposant de revenu du capital ont le plus souvent davantage les moyens de payer des impôts. De surcroît, les stratégies d'évasion fiscale exploitées avant l'instauration de son impôt sur les plus-values pouvaient porter atteinte à l'équité verticale dans la mesure où c'étaient les personnes gagnant un revenu élevé qui pouvaient convertir leur revenu en revenu du capital ou le recevoir sous cette forme. Dans le même ordre d'idées, en Espagne, le régime d'imposition actuel des plus-values, conçu pour respecter le principe fondamental traditionnel en matière d'imposition, qui est d'imposer les personnes en proportion de leur faculté contributive, est considéré plus équitable sur le plan fiscal.

1.4. Incitation à l'épargne et promotion de l'entreprise

La promotion de l'épargne des ménages et de l'entreprise a été mentionnée par plusieurs pays comme un élément important dont il faut tenir compte dans le cadre de l'imposition des plus-values. Le Canada, par exemple, souligne l'importance de reporter l'impôt sur l'épargne, notamment grâce à l'imposition des plus-values à leur réalisation, pour encourager les ménages à épargner. L'Espagne et d'autres pays qui imposent les gains à long terme à un taux préférentiel (ou les exonèrent) indiquent aussi que le traitement préférentiel de ces gains vise à encourager l'épargne à long terme. Les États-

Unis expliquent que l'imposition à taux réduit des plus-values à long terme a en partie pour objectif d'encourager l'investissement patient du capital, tout en contribuant à compenser l'absence d'indexation en fonction du coût de la vie.

Pour le Royaume-Uni, les enjeux fondamentaux de l'introduction, en 1965, de son impôt sur les plus-values étaient les suivants : collecter des recettes publiques et protéger l'assiette fiscale, assurer un traitement plus équitable et améliorer l'efficacité de l'économie. Deux autres enjeux ont depuis pris de l'importance au Royaume-Uni. Il s'agit d'une part d'inciter les particuliers à épargner grâce à des instruments d'épargne en franchise d'impôt, par exemple, le compte d'épargne personnel (*Individual Savings Account* ou *ISA*), et d'autre part, de promouvoir le financement de l'entreprise en dégageant de différentes façons l'épargne des particuliers, notamment en ce qui concerne les plus-values (par exemple, les taux dégressifs). Le régime des taux dégressifs mis en place au Royaume-Uni est conçu pour encourager l'investissement dans des actifs d'entreprise, notamment les actifs utilisés dans le cadre d'un commerce, les actions de sociétés commerciales non cotées (prescrites) et la plupart des régimes d'actionnariat des salariés. Au Danemark, la possibilité de convertir un revenu d'emploi en plus-values bénéficiant d'un traitement fiscal préférentiel (générées par des actions ou des droits ou options de souscription) grâce à des mécanismes d'options d'achat d'actions vise à stimuler une « culture actionnariale » et favoriser l'épargne, l'investissement et la croissance³¹. La participation à ces mécanismes est limitée³².

Enfin, selon la République tchèque, l'exonération accordée pour les plus-values réalisées sur les titres détenus pendant plus de six mois a pour but de promouvoir l'épargne des ménages investie dans des titres³³.

1.5. Contenir les coûts de discipline d'administration fiscales

Les réponses au questionnaire ont révélé que les pouvoirs publics sont conscients des coûts élevés de discipline et d'administration fiscales que l'imposition des plus-values peut entraîner, et ont cherché à alléger globalement l'un et l'autre. Selon plusieurs pays, les coûts très élevés de discipline et d'administration fiscales sont l'une des causes principales de leur hésitation à adopter un régime d'imposition intégrale des plus-values *latentes*, et de leur préférence pour une méthode basée sur la réalisation. Comme on l'a mentionné, l'Italie est passée à un régime d'imposition des plus-values réalisées notamment en raison des coûts élevés de discipline et d'administration fiscales qu'avait entraîné sa tentative d'imposition de gains latents.

Parallèlement, le fait de ne pas imposer les plus-values peut induire des coûts importants de discipline et d'administration fiscales, les contribuables aussi bien que l'État s'efforçant de différencier les types de gains qui seront assujettis ou non à l'impôt. Pour l'Australie, par exemple, l'imposition intégrale des plus-values réalisées par les personnes physiques peut réduire de tels coûts. Avant l'imposition intégrale des plus-values, les contribuables et les autorités fiscales dépensaient des sommes énormes pour déterminer si un gain constituait un revenu ou du capital. Les contribuables subissaient aussi des coûts de discipline fiscale, car la planification fiscale devait tenir compte des dispositions générales anti-évasion de la loi de l'impôt sur le revenu. Or, l'imposition intégrale des plus-values a apparemment fait baisser ces coûts.

Même s'il est généralement plus intéressant d'imposer les gains réalisés que les gains latents, les points de vue exprimés par les pays ont révélé que les autorités sont conscientes des coûts élevés de discipline et d'administration fiscales que l'imposition

des plus-values peut entraîner, et ont cherché à alléger globalement les obligations de discipline et d'administration fiscales.

Lorsque l'Australie a instauré son régime d'imposition des plus-values réalisées, elle en a facilité la mise en œuvre en adoptant des règles de transition qui, de façon générale, exonéraient les plus-values générées par des actifs acquis avant la date d'entrée en vigueur du régime. Il était admis que ce régime aurait pour effet de bloquer les transactions, dans une certaine mesure (ce qui inquiète peu l'Australie). Cette exonération visait à donner aux contribuables amplement le temps de s'accoutumer à l'application du nouvel impôt et à éviter la nécessité d'évaluer les actifs déjà détenus. Le nouvel impôt a en outre été d'autant mieux accueilli par le public.

Les Pays-Bas ont refusé d'imposer intégralement les plus-values réalisées par les particuliers principalement en raison de la complexité des règles de mise en œuvre et de transition qu'un tel régime nécessite et qui se traduirait par des coûts de discipline fiscale élevés. De plus, les recettes publiques tirées de l'impôt seraient instables. Il n'y a que trois exceptions, aux Pays-Bas, à la règle de la non-imposition des plus-values réalisées par les particuliers : sont imposables les gains réalisés sur les actifs d'entreprise, les gains générés par des biens mis à la disposition d'entrepreneurs ou de sociétés étroitement liés (ces gains sont imposés de la même façon que ceux qui sont réalisés sur des actifs d'entreprise) et les gains réalisés sur des participations importantes en actions (5 % ou plus).

Les Pays-Bas expliquent qu'avant 2001, le revenu du capital, notamment, les intérêts, dividendes et loyers étaient compris dans le revenu imposable, contrairement aux plus-values. Cette situation a donné naissance à des produits financiers conçus pour convertir le revenu du capital imposable en plus-values non imposables³⁴. Plutôt que d'instaurer un impôt sur les plus-values réalisées pour mettre fin à ces abus, le gouvernement a introduit en 2001 son régime fiscal novateur dit du « panier 3 », qui visait notamment à régler les problèmes d'évasion fiscale et à éviter l'adoption d'une législation compliquée. Comme on l'a vu, ce régime impose le revenu de l'épargne et des placements par le biais d'un impôt sur un rendement présumé (théorique) de 4 % de la valeur moyenne des actifs financiers nets pour l'année, sans égard au rendement réel. Grâce à l'introduction de cette méthode neutre qui ne fait pas de distinction entre les types de rendement générés par le capital, les instruments financiers utilisés auparavant pour échapper à l'impôt sur le revenu ont perdu leur avantage relatif. En faisant échec aux stratégies de planification fiscale, il a été possible de réduire les coûts liés à la planification fiscale ainsi qu'à la discipline et à l'administration fiscales.

Le Royaume-Uni admet les complexités éventuelles inhérentes à l'imposition des plus-values et souligne qu'il est d'ordinaire coûteux d'administrer un impôt sur les plus-values. Toutefois, contrairement aux Pays-Bas, le Royaume-Uni entend imposer intégralement les plus-values, tout en accordant une exonération (fiscale) annuelle, jugée importante pour minimiser les coûts de discipline et d'administration fiscales liés à la perception d'un impôt sur des plus-values limitées et occasionnelles.

Notes

- ¹ En effet, même dans les pays qui imposent intégralement les plus-values, les investisseurs peuvent tenter de s'adonner à la planification fiscale, repousser les limites des définitions et exploiter les zones « grises » pour tirer ainsi profit du traitement préférentiel accordé à certains gains en capital.
- ² Les gains en capital à long terme sont imposés, ainsi que les droits préférentiels de souscription détenus pendant plus de un an, au taux de 15 %. La période de détention marquant la différence entre les gains à court terme et les gains à long terme est passée à compter de 2002 de deux ans à un an.
- ³ Les gains prévus sur les obligations de sociétés nationales sont imposables sur la base des droits constatés, alors que les gains et les pertes inattendus sont imposés (ou déductibles) au moment de la réalisation. Par exemple, toute prime ou tout escompte sur un titre d'emprunt est étalé en fonction d'un taux de rendement actuariel jusqu'à l'échéance du titre, alors que les gains ou pertes résultant d'une fluctuation des taux d'intérêt sur le marché sont pris en compte au moment de la réalisation, le cas échéant.
- ⁴ Au Luxembourg, les plus-values réalisées sur des biens immobiliers détenus pendant moins de deux ans sont imposables aux taux normaux d'imposition des personnes physiques, en tant que bénéfice de spéculation. Si la période de détention est supérieure à deux ans, les gains sont imposables au moment de la cession à des taux réduits, à l'exception des gains réalisés sur la résidence principale, qui sont exonérés.
- ⁵ La composante de la « case 3 » de l'impôt sur le revenu des personnes physiques aux Pays-Bas, instaurée en 2001 et qui impose le capital en présupant un rendement théorique de 4 % sur les actifs financiers nets moyens détenus au cours d'une année civile (en remplacement des rendements réels, composés de dividendes, de plus-values et moins-values et d'intérêts), ressemble à certains égards à un impôt sur les plus-values. En particulier, la plus-value (moins-value) des actifs augmente (diminue) l'impôt de la case 3. Et les pertes latentes afférentes à un actif sont de fait déduites des gains latents afférents à un autre actif au cours de la même année. Toutefois, le montant figurant à la case 3 ne peut être négatif, et une moins-value afférente à une année donnée ne peut être utilisée pour réduire l'impôt de la case 3 dû pour une autre année (par exemple, une année subséquente). On notera de plus que le taux effectif d'inclusion est relativement faible. Si V_0 représente la valeur des actifs financiers nets totaux au commencement de l'année et V_1 représente la valeur des actifs financiers nets totaux à la fin de l'année, l'impôt de la case 3 est alors calculé en fonction de la formule suivante : $t_p[r \times (V_0+V_1)/2] = t_p[r \times (V_0+V_0+\Delta V)/2] = t_p[r \times (V_0+\Delta V/2)]$ où t_p correspond au taux marginal d'imposition des personnes physiques, r correspond au rendement théorique de 4 %, et ΔV correspond à la plus-value ou la moins-value totale latente à l'égard des actifs financiers nets. Cette formule fait apparaître un taux d'inclusion effectif des gains et pertes de 2 %. Le fait d'imposer le rendement théorique plutôt que le rendement réel réduit directement les tentatives de planification fiscale visant à modifier la nature du revenu.

- ⁶ Le terme « actif susceptible d'une plus-value » renvoie dans le présent rapport à un actif générateur de plus-values ou moins-values.
- ⁷ Un problème d'évaluation se pose aussi lorsqu'il est question de mesurer les plus-values nettes *réelles*, corrigées de l'inflation (ce problème est brièvement abordé à la section 3.6).
- ⁸ Le fait de permettre aux investisseurs de reporter l'impôt sur les plus-values jusqu'au moment de la réalisation (sans imputer d'intérêts) a notamment pour résultat de rendre le taux d'imposition effectif des plus-values tributaire de la période de détention du bien, les investisseurs contrôlant d'ordinaire le moment de la cession. Ainsi, les pouvoirs publics n'ont-ils qu'un contrôle partiel (grâce aux dispositions législatives) sur le taux d'imposition effectif des plus-values. Cela contraste avec l'imposition des distributions des bénéficiaires, qui, dans le cadre de la plupart des régimes, sont imposées au moment de la distribution, et celle du revenu d'intérêts, imposé lorsqu'il est gagné.
- ⁹ L'incitation à vendre un actif générateur de perte pour obtenir un avantage fiscal pour la période en cours dépend de la possibilité pour le contribuable de réaliser une économie d'impôt grâce à la déduction immédiate de la perte, ce qui dépend i) des règles fiscales applicables au type de gains ou de revenus desquels la moins-value peut être déduite (voir la section 3.3 et le tableau 2.1 contenant un résumé des dispositions applicables en matière d'imputation des moins-values dans les pays de l'OCDE) ; et ii) le montant de ces gains ou revenus imposable l'année donnée. Si les moins-values ne peuvent être déduites que des plus-values (l'ensemble des plus-values ou les plus-values du même type, c'est-à-dire, réalisées sur des actifs du même type), on incite à réaliser des plus-values en quantité suffisante pour absorber les moins-values (l'actif générateur de gains étant ensuite racheté, si désiré). L'intérêt à ne pas reporter la vente d'un actif porteur de pertes reflète la valeur temporelle de l'argent (la valeur actualisée d'une déduction immédiate de la perte vaut davantage que la déduction future du même montant de perte). Dans le cadre d'un régime où les plus-values à long terme sont exonérées et où, de façon symétrique, il est interdit de déduire les pertes subies sur des actifs détenus au delà de la période de détention équivalant au long terme, l'incitation à vendre (à détenir) un actif porteur de pertes (porteur de gains) devrait augmenter jusqu'à ce que la durée de détention maximale soit écoulée.
- ¹⁰ La valeur de la réduction du risque dépend des préférences de l'investisseur en matière de risque. L'annexe B analyse l'incidence des préférences de l'investisseur en matière de risque sur l'évaluation du risque.
- ¹¹ Les rendements attendus sur l'actif de rechange peuvent se composer d'intérêts, de dividendes et/ou de plus-values. Le rendement attendu sur l'actif bloqué peut se composer non seulement de plus-values, mais aussi de dividendes ou d'intérêts. Ce qui différencie l'actif bloqué est le fait que des plus-values latentes non réalisées et non imposées s'y rattachent.
- ¹² D'autres dispositions fiscales (par exemple, l'octroi aux investisseurs exonérés d'impôt d'un avoir fiscal) peuvent exercer une pression inverse, causant un effet de « blocage à l'extérieur de la société », les distributions étant plus avantageuses, d'un point de vue fiscal, que la rétention.
- ¹³ Contrairement à l'effet de « blocage des transactions des sociétés », l'effet de « blocage pour les actionnaires » dont il est question à la rubrique précédente

concerne la rétention d'actions et autres actifs susceptibles d'une plus-value par des actionnaires individuels dans le but de reporter l'impôt. Le « blocage des transactions des sociétés » désigne l'intérêt qu'ont les sociétés à investir des fonds dans leurs propres activités ou dans d'autres actifs (détenus en portefeuille), plutôt que de distribuer leurs bénéfices.

- 14 Le taux d'imposition effectif applicable aux gains latents est à son plus bas pour les gains accumulés la première année (ou, de façon plus générale, pour les gains accumulés au tout début de la période de détention) à l'égard desquels le report est le plus long. Le taux d'imposition effectif applicable aux gains accumulés au cours de la dernière année d'une période de détention donnée est le même que celui qui s'applique dans le cadre d'un régime d'imposition des gains latents, compte non tenu de la possibilité de déduire des pertes.
- 15 Si la période de détention est, par exemple, de 30 ans, l'allègement résultant de l'exemption fiscale au terme des 30 ans peut sembler ne pas être beaucoup plus élevé qu'en cas de report pur et simple, la valeur actuelle de l'impôt redevable dans 30 ans en cas de report pouvant être perçue comme minime. En pareil cas, l'effet de blocage suscité par l'exemption de la plus-value à « long terme » peut ne pas différer de celui qu'occasionne le report pur et simple.
- 16 Prenons pour hypothèse une exemption de l'impôt pour les plus-values à long terme qui ne serait pas assortie d'une déduction pour les moins-values à long terme. Si on ne prévoit aucune plus-value future sur un bien présentant une moins-value, les considérations fiscales accroîtront l'incitation à vendre immédiatement ce bien, pour profiter immédiatement de l'allègement que représentent ces pertes.
- 17 L'imposition des dons est également pertinente, mais n'entre pas dans le cadre du présent rapport.
- 18 L'impôt sur les héritages, s'il est appliqué, correspond d'ordinaire à un pourcentage de la juste valeur marchande des actifs reçus en héritage (et non pas uniquement de la partie de la valeur marchande équivalant à la plus-value latente).
- 19 Cette règle ne s'applique pas à une résidence personnelle – la valeur héritée de la résidence personnelle d'un contribuable est égale à la valeur marchande de la résidence au jour du décès du contribuable (c'est-à-dire, les gains afférents à la résidence principale dont il est héritée sont exonérés de l'impôt sur les plus-values).
- 20 Le gouvernement suédois a décidé d'abolir l'impôt sur les héritages à compter du 1^{er} janvier 2005.
- 21 Comme on l'a mentionné dans la section 1.1, la Nouvelle-Zélande impose les gains réalisés à la vente de biens personnels si le contribuable est un négociant de tels biens ; les gains réalisés à la vente d'un terrain acquis dans l'intention de le revendre ; les gains (latents) sur les obligations de sociétés nationales. De plus, les gains réalisés dans le cadre de plusieurs régimes d'imposition étrangers sont considérés constituer du revenu ordinaire et sont assujettis à l'impôt sur le revenu aux taux marginaux. De façon générale, cette pratique sert de soutien pour l'imposition du revenu, en ce sens qu'elle s'attarde aux situations où les plus-values peuvent facilement être substituées au revenu général ou au revenu du travail.
- 22 Gouvernement de la Nouvelle-Zélande, « Tax Review 2001: Final Report » Wellington, Nouvelle-Zélande, octobre 2001.

- 23 Voir : Gouvernement de la Nouvelle-Zélande, « Consultative Document on the taxation of income from capital », Wellington, Nouvelle-Zélande, décembre 1989.
- 24 L'imposition préférentielle des plus-values réalisées sur les actifs détenus à long terme pour une durée minimale peut amoindrir l'incitation à bloquer les transactions susceptibles de se manifester par ailleurs à l'égard d'actifs détenus à long terme, tout en renforçant cette incitation ou en encourageant le « capital patient » tant que la durée de détention minimale n'est pas écoulée.
- 25 Les sociétés continuaient de bénéficier de l'indexation.
- 26 Le mécanisme des taux dégressifs tient compte du fait que l'indexation est un allègement qui est fonction du coût d'acquisition et permet ainsi d'obtenir dans une certaine mesure un allègement au titre des gains réalisés sur des actifs dont le coût de base est peu élevé, par exemple, la survalueur créée dans une nouvelle entreprise.
- 27 Le Canada indique que l'imposition des gains en capital a été allégée non seulement par la réduction du taux d'inclusion, mais aussi par la réduction des taux d'imposition de droit commun applicables aux particuliers, notamment l'élimination d'une surtaxe visant à réduire le déficit, à compter du 1^{er} janvier 2001. De plus, le régime d'imposition du revenu des particuliers fait de nouveau, depuis le 1^{er} janvier 2000, l'objet d'une indexation intégrale. Aussi, le taux d'imposition effectif des gains en capital a diminué par suite de réductions récentes des taux d'imposition applicables aux sociétés.
- 28 L'admissibilité d'une participation est fonction des droits de vote (plus de 2 ou de 20 % de l'ensemble des droits de vote, selon que les actions sont inscrites ou non à une bourse prescrite) ou de la valeur (plus de 5 ou de 25 % de l'ensemble du capital émis, selon que les actions sont cotées ou non).
- 29 Dans le cas d'actions et autres instruments financiers analogues détenus dans le cadre d'une activité commerciale, un taux d'inclusion des gains et pertes de 40 % (100 %) s'applique si l'instrument est admis (n'est pas admis) au privilège d'affiliation, les gains imposables nets étant assujettis à l'impôt sur le revenu des personnes physiques aux taux de base. Les plus-values nettes réalisées dans le cadre d'une activité commerciale sont également comprises dans la base d'imposition de l'IRAP (impôt régional sur les activités productrices).
- 30 Dans le calcul des plus-values imposables, le gain imposable correspond au prix de vente, déduction faite du coût d'acquisition, moins les éventuels « rendements protégés de l'impôt » résiduel non attribué à des bénéfices distribués. Comme on l'a vu dans le corps du texte, les rendements protégés donnent lieu à une imposition semblable à celle qui résulte d'un régime d'imposition des flux de trésorerie, mais moins avantageuse qu'une déduction équivalente, car la portion du rendement protégé éventuellement non utilisée au moment de la vente de l'action correspondante ne peut être reportée en avant (c'est-à-dire qu'elle est perdue).
- 31 Le revenu d'emploi, au Danemark, est assujéti à un impôt national et régional à des taux progressifs, tandis que les plus-values ne sont assujétiées qu'à l'impôt national. Le taux d'imposition applicable au « revenu réalisé sur des actions » est établi en fonction de paliers. Le revenu réalisé sur des actions égal ou inférieur à 44 300 DKK (en 2006) est imposable au taux de 28 % (le revenu supérieur à ce seuil est imposable au taux de 43 %), lequel est nettement inférieur au taux marginal le plus élevé applicable au revenu d'emploi.

- ³² Premièrement, un salarié peut recevoir des actions, options et droit de souscription d'une valeur maximale de 10 % de son salaire annuel. Deuxièmement, il peut recevoir sans restriction des options et droits de souscription d'actions si le prix de levée ou d'exercice n'est pas inférieur de plus de 15 % du prix sur le marché des actions auxquelles se rattachent les options ou droits. (Par exemple, la limite maximale est atteinte si l'employé a le droit d'acheter des actions au prix de 170 et que le prix sur le marché à ce moment s'élève à 200).
- ³³ Le Luxembourg et l'Allemagne, qui n'imposent pas non plus les plus-values réalisées sur des titres détenus par des particuliers pendant plus de six mois et d'un an, respectivement (à l'exception des gains sur des participations importantes, en Allemagne), n'ont pas indiqué dans leurs réponses que ce régime d'exonération visait à promouvoir l'épargne des ménages. L'imposition des gains réalisés sur des titres détenus pendant moins de six mois ou un an a plutôt pour objectif d'assujettir à l'impôt les gains spéculatifs de la nature d'un revenu ordinaire (commercial).
- ³⁴ Par exemple, des institutions financières avaient émis des bons de souscription composés d'une combinaison d'instruments dérivés donnant de fait le même résultat que des obligations sans coupon. Les rendements sur ces instruments étaient imposables contrairement aux gains générés par les bons de souscription. La scission des actifs entre l'usufruit et la nue-propriété constitue un autre exemple. À l'expiration de l'usufruit, la valeur de la nue-propriété augmentait, laquelle n'était pas imposable si elle ne donnait pas lieu à un revenu d'entreprise. L'instauration du régime de la « case 3 », qui fait en sorte d'imposer un rendement théorique, a rendu inapplicables (inutiles) les dispositions anti-évasion, adoptées pour faire échec à la conversion du revenu du capital imposable en plus-values non imposables.

Chapitre 2.

Autres enjeux du régime des plus-values

Ce chapitre examine deux enjeux jugés importants par plusieurs pays participants, pour lesquels l'examen des effets potentiels de l'imposition des plus-values est relativement complexe et pour lesquels on peut s'appuyer sur diverses grilles d'analyse (modèles économiques) en vue de contribuer à la formulation de la politique fiscale. Plus particulièrement, cette partie de l'étude s'intéresse à l'incidence possible de l'imposition des plus-values, d'une part sur la prise de risque des personnes physiques (c'est-à-dire l'allocation du portefeuille entre actifs sûrs et risqués), et, d'autre part, sur le coût du capital et la politique financière des entreprises. L'analyse de la prise de risques souligne les effets dissuasifs que pourrait avoir une déduction restreinte des pertes. L'analyse de l'incidence possible sur le coût du capital et la politique financière de l'entreprise montre combien ce paramètre dépend du régime d'imposition de « l'actionnaire marginal ».

Ce chapitre s'intéresse à deux autres enjeux jugés importants par plusieurs pays ayant participé au questionnaire, pour lesquels l'examen des effets potentiels de l'imposition des plus-values est relativement complexe et pour lesquels il peut être nécessaire de recourir à des modèles économiques en vue de tracer des orientations politiques, à savoir : les effets possibles de l'imposition des plus-values sur la prise de risque des personnes physiques (c'est-à-dire la répartition de leurs avoirs entre actifs sûrs et risqués) et sur le coût du capital et la politique financière de l'entreprise.

2.1. Effets possibles de l'impôt sur les plus-values sur la prise de risque

Comme on le verra dans ce chapitre et plus en détail à l'annexe C, l'imposition des plus-values peut influencer sur la prise de risque de l'investisseur individuel, c'est-à-dire sur la fraction de son portefeuille investie sur des actifs dont le rendement est incertain et potentiellement relativement élevé. Contrairement à une idée répandue, les recherches théoriques tendent à montrer que l'imposition des plus-values n'a pas toujours une influence négative (dissuasive) sur la prise de risque, cette influence dépendant dans une large mesure du traitement fiscal des moins-values. Parmi les études fondatrices portant sur les distorsions fiscales qui affectent la répartition entre actifs sûrs et risqués, il convient de citer les travaux de Domar et Musgrave (1944) et d'Atkinson et Stiglitz (1980)¹. Une de leurs principales conclusions est qu'un traitement fiscal symétrique des gains et moins-values peut encourager la prise de risque au sein de l'économie, en la « subventionnant ».

La sensibilité au risque de l'investisseur type est l'un des éléments clés pour analyser les effets possibles de la fiscalité sur la prise de risque. Le modèle classique suppose que l'utilité (le bien-être personnel) suit une évolution parallèle à l'accroissement de la richesse, mais à un taux décroissant. La diminution de l'utilité marginale du patrimoine rend les investisseurs individuels réfractaires au risque, ceux-ci préférant un rendement certain généré par un actif sûr à un rendement incertain généré par un actif risqué, alors même que les rendements attendus sont identiques. Dans une perspective légèrement différente, on peut considérer qu'un investisseur peu disposé à prendre des risques accepterait de payer un supplément afin de les éviter. Plus cette aversion sera prononcée, plus la prime de risque sera importante ou, en d'autres termes, plus faible sera le rendement équivalent à la certitude accepté sur un actif sûr par l'investisseur (c'est-à-dire plus important sera le montant que l'investisseur est prêt à payer) afin d'éviter l'incertitude associée à un investissement risqué au rendement attendu identique (voir annexe B).

Selon les recherches menées dans le domaine, l'aversion absolue décroissante au risque constitue la situation « normale », ou situation type. En vertu de cette notion, l'investisseur augmentera sa *quantité* d'actifs risqués à mesure de l'accroissement de sa richesse. Cette hypothèse de travail laisse entière la question de savoir s'il choisirait alors (en l'absence d'imposition) d'investir une *fraction* ou un *pourcentage* plus important de son portefeuille dans des actifs risqués. Il convient de distinguer l'aversion relative au risque décroissante, constante et croissante. Une aversion relative au risque constante signifie qu'une fraction constante du patrimoine est investie sur des actifs risqués, et ce à différents niveaux de richesse, alors que la notion d'aversion relative au risque décroissante (ou croissante) implique que la fraction de richesse investie en actifs risqués augmente (ou baisse) au fur et à mesure que le patrimoine augmente.

Le modèle produit un résultat intéressant et sans doute surprenant : l'instauration d'un impôt sur les intérêts et les plus-values pourrait augmenter la prise de risque, c'est-à-dire le pourcentage de patrimoine investi dans des actifs risqués. Ce résultat s'appuie cependant sur l'hypothèse selon laquelle l'administration est un partenaire à part entière des investisseurs, avec qui elle partage également les plus-values et les moins-values (c'est-à-dire qu'elle applique un traitement symétrique, les pertes étant déductibles au même taux effectif auquel les gains sont imposables). En pratique, les autorités limitent ou « cantonnent » généralement l'imputation des moins-values (et appliquent ainsi un régime asymétrique), ce qui semble dissuader la prise de risque, par rapport à ce que l'on constate, au moins dans certains cas, avec une déduction intégrale. Ces résultats encouragent les pouvoirs publics à examiner les avantages et inconvénients qu'il y aurait à assouplir les dispositions applicables à la déduction des moins-values lorsqu'elles se révèlent excessivement restrictives. Dans le même temps, il est important de tenir compte des éventuels reports lorsque l'on fixe le taux d'imposition effectif des plus-values.

Ce modèle produit un autre résultat intéressant : une réduction du taux de l'impôt sur les plus-values, par le truchement d'une réduction du taux de droit commun appliqué aux plus-values/moins-values, ou par le biais d'une inclusion partielle, peut avoir un résultat équivoque sur la prise de risque. Cela remet en question les arguments favorisant, pour encourager la prise de risque au sein de l'économie, la réduction de l'impôt sur les plus-values par rapport à un traitement plus flexible des moins-values.

Il convient d'apporter certaines réserves aux résultats élémentaires qui proviennent des travaux de recherche et qui sont examinés ci-après (et plus en détail à l'annexe C). Tout d'abord, ils ne tiennent pas compte des effets que peuvent avoir sur le bien-être des personnes physiques les différences de recettes fiscales entre systèmes, supposant implicitement que les recettes publiques sont utilisées pour financer les biens collectifs généraux (entrant dans la fonction d'utilité de l'investisseur de manière complémentaire et distincte). Deuxièmement, cette grille d'analyse sous-tend que la prise de risque est un exercice rationnel impliquant de soupeser les effets de richesse et de substitution selon les modalités définies dans le modèle. En pratique, les considérations d'ordre fiscal peuvent influencer par d'autres voies sur les décisions d'allocation de portefeuille. Il faut donc interpréter avec prudence les enjeux politiques de cette question.

Au vu des résultats, une question centrale est de savoir si le système fiscal doit encourager une prise de risque supérieure à celle qui existerait en l'absence d'imposition, ou s'il doit plutôt viser à ne pas la dissuader par rapport à ce niveau. De plus, lorsque les pouvoirs publics cherchent en dernier ressort, non pas à encourager la prise de risque, mais plutôt à stimuler le financement d'activités censées induire des avantages pour la collectivité (c'est-à-dire générant des externalités positives ou compensant les défaillances du marché), on peut se demander si le recours à un instrument politique plus direct ne serait pas davantage approprié.

a) Évaluation des effets de l'impôt sur les plus-values lorsque le rendement d'un placement sûr est nul (avec déduction intégrale des moins-values)

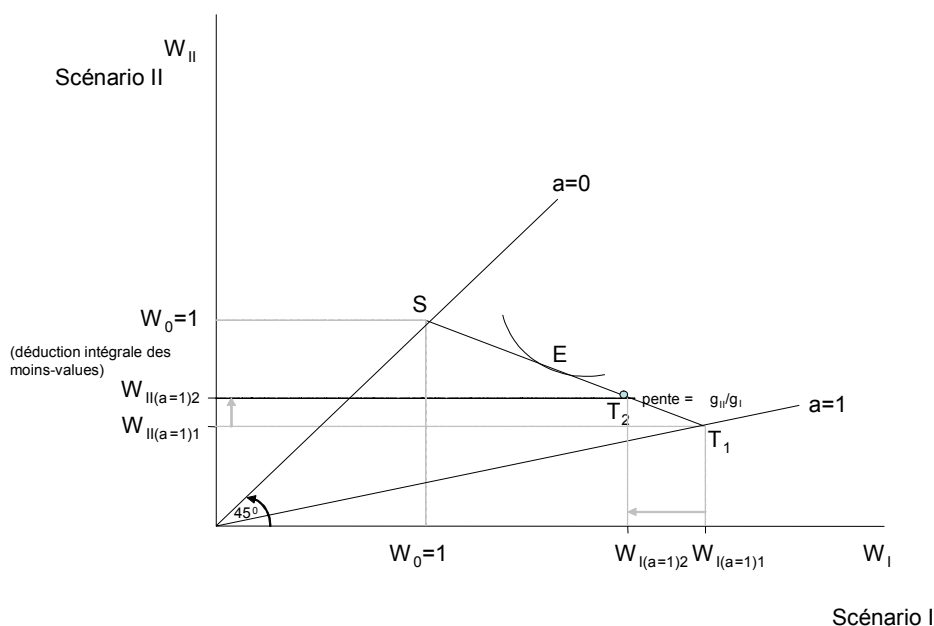
Afin d'évaluer les effets possibles de l'imposition des revenus de placement sur la prise de risque, la situation la plus simple à étudier est celle où le placement sûr ne génère aucun rendement. Lorsque la déduction des pertes n'est pas plafonnée et que l'investisseur doit choisir entre détenir un actif sûr ne procurant pas d'intérêts (par exemple, des liquidités) et faire un placement risqué au rendement incertain, il semble

que l'introduction d'un impôt sur les plus-values augmente la prise de risque au sein de l'économie, ce paramètre étant mesuré par la part de patrimoine investie sur l'actif risqué. Cela s'explique par le fait que les investisseurs peuvent toujours maximiser de cette manière leur richesse finale. Investir une part plus importante de leur patrimoine dans un actif risqué n'implique aucun coût d'opportunité lorsque l'actif sûr ne génère aucun rendement et que les autorités publiques procèdent à un partage équitable des plus-values, dans le scénario « positif », et des moins-values, dans le scénario « négatif ».

Le graphique 2.1 permet d'analyser l'impact que peut avoir sur la prise de risque un système d'imposition des plus-values autorisant une déduction intégrale des pertes, dans l'hypothèse où le rendement de l'actif sûr est nul. La richesse finale pour le scénario « positif » I (plus-values) est mesurée sur l'axe horizontal ; la richesse finale pour le scénario « négatif » II (moins-values) est mesurée sur l'axe vertical. La variable « a » indique la fraction de la richesse initiale investie sur l'actif risqué. La richesse initiale (W_0) devant être répartie entre actifs sûrs et risqués sera considérée comme égale à une unité monétaire. La droite correspondant à l'allocation de portefeuille (ou « droite de budget ») en l'absence d'imposition est ST_1 .

Dans ce modèle, la demande d'équilibre pour le risque apparaît lorsque l'augmentation anticipée de l'utilité pour le scénario « positif », à la marge de l'augmentation de la fraction de richesse initiale investie en actifs risqués générant des plus-values, est exactement équivalente à la baisse anticipée de l'utilité pour le scénario « négatif » résultant du même ajustement (avec des moins-values ou, plus généralement, un rendement inférieur au rendement certain de l'actif sûr). L'équilibre hors imposition correspondant au point E, la fraction de richesse investie sur un actif risqué est mesurée par le rapport SE/ST_1 .

Graphique 2.1.
Allocation optimale de portefeuille lorsque le rendement de l'actif sûr est nul



Considérons maintenant l'introduction d'une imposition de l'actionnaire au taux t , en référence à la figure 2.1 (où le chiffre 1 correspond à la période précédant l'imposition et le chiffre 2 à celle qui lui succède). Si toute la richesse est placée sur l'actif qui ne génère pas de rendement (c'est-à-dire des liquidités, en l'absence d'inflation), la richesse finale, dans le scénario « positif » I comme dans le scénario « négatif » II, n'est pas affectée par l'introduction d'un impôt sur le revenu du capital. Le point où la « droite de budget » croise le lieu géométrique correspondant aux points où toute la richesse est placée sur l'actif sûr (soit la droite à 45° notée « $a = 0$ ») continue d'être le point S ($=S_1=S_2$), avec une richesse équivalente à $W_0=1$ pour les deux scénarios. Si la richesse est au contraire investie sur l'actif risqué, la richesse finale baisse dans le scénario I en passant de $W_{I(a=1)1}$ à $W_{I(a=1)2}$, l'impôt étant payé sur les gains réalisés, alors que pour le scénario II, où des moins-values sont enregistrées, la richesse finale augmente et passe de $W_{II(a=1)1}$ à $W_{II(a=1)2}$, l'administration partageant alors les pertes réalisées. L'extrémité de la « droite de budget » après impôts pour la position où l'ensemble du patrimoine est placé sur un actif risqué passe donc de T_1 à T_2 .

La droite de budget après impôts demeure globalement inchangée par rapport à celle correspondant à la période précédant l'imposition, bien qu'elle se soit contractée de ST_1 à ST_2 (le segment ST_2 étant égal à $(1-t)$ de la longueur de ST_1). La courbe d'indifférence reste elle aussi identique, dans l'hypothèse où les préférences de l'investisseur sont stables. Le point d'équilibre est toujours le point E ($=E_1=E_2$)². Toutefois, la fraction de richesse initiale investie dans l'actif risqué augmente pour passer de SE/ST_1 à SE/ST_2 . En d'autres termes, la prise de risque, définie comme le pourcentage de richesse placée à un rendement risqué (incertain) a augmenté à la suite de l'introduction de l'imposition³.

Il est possible de démontrer (voir annexe C) que si, en l'absence d'imposition, la demande pour l'actif risqué est a^* , la demande optimale pour le risque augmente pour

passer à $a^*/(1-t)$ en présence d'une imposition. Pour le scénario positif I, le rendement après impôt est identique à ce qu'il aurait été en l'absence d'imposition (rendement brut plus important mais rendement final, ou net, identique). De même, pour le scénario négatif II, lorsque les autorités partagent équitablement les gains et les pertes avec l'investisseur, la perte avant impôt est supérieure ; dans le cas d'une déduction intégrale des moins-values, le rendement après impôt du scénario négatif demeure inchangé. En ce sens, le « risque privé » reste identique. L'investisseur dispose de la même richesse anticipée en fin de période, des mêmes possibilités de consommation et de la même utilité anticipée qu'en l'absence d'imposition. Toutefois, en augmentant la fraction de richesse initiale investie dans l'actif risqué, qui passe de a^* à $a^*/(1-t)$, la prise de risque au sein de l'économie a elle aussi progressé ; le « risque » (risque social) étant défini comme le pourcentage de richesse placée sur un actif dont le rendement est risqué/incertain.

b) Évaluation générale de l'incidence d'un système d'imposition des plus-values prévoyant une déduction intégrale des moins-values

Dans la situation la plus courante où un actif sûr génère un rendement positif, et où investir dans des actifs risqués implique donc un coût d'opportunité, l'impôt sur les rendements de placement produit des effets de richesse et de substitution. Comme dans le cas précédent, le fait que l'administration partage aussi bien les pertes que les gains incite l'investisseur à favoriser les actifs risqués. Cependant, si l'élasticité de la demande par rapport à la richesse est positive pour les actifs risqués, ce qui semble être une hypothèse raisonnable (c'est-à-dire que l'augmentation du niveau de demande pour les actifs risqués est proportionnelle à celle du patrimoine), l'effet de richesse de l'impôt sur les rendements de placement, qui réduit la richesse finale attendue, vient contrecarrer l'effet de substitution de l'impôt. L'incitation à introduire davantage de risque dans son portefeuille, qui procède du partage des pertes, est atténuée par le fait que le rendement (net d'impôt) du placement sûr est moindre. Cela aura un effet d'autant plus dissuasif sur la prise de risque que le rendement sûr sera élevé et que l'élasticité de la demande par rapport à la richesse sera importante pour les actifs risqués.

En définitive, la prise de risque, qui correspond au pourcentage de richesse investi dans des actifs risqués, peut augmenter lorsque les rendements de placement, et notamment les plus-values, sont imposés et que des dispositions prévoient une déduction intégrale des moins-values. Ceci se vérifie notamment pour certains scénarios vraisemblables et pour certaines hypothèses de durée de conservation des titres. Par exemple, si le rendement sûr est de 5 %, que le taux d'imposition sur les rendements de placement, y compris les gains, est de 25 %, et que la durée de détention est d'une année, l'élasticité critique de la demande par rapport à la richesse est de 27⁴. En d'autres termes, le modèle prévoit une plus grande prise de risque, pour autant que l'élasticité de la demande par rapport à la richesse pour les actifs risqués soit inférieure à 27. Si le taux d'imposition est de 50 %, la valeur d'élasticité critique est alors de $\eta=41$. Si la durée de détention est d'environ 25 ans, le taux d'intérêt du modèle à une période étant alors d'environ 200 % ($r=2.0$), la valeur d'élasticité critique sera approximativement de $\eta=2$.

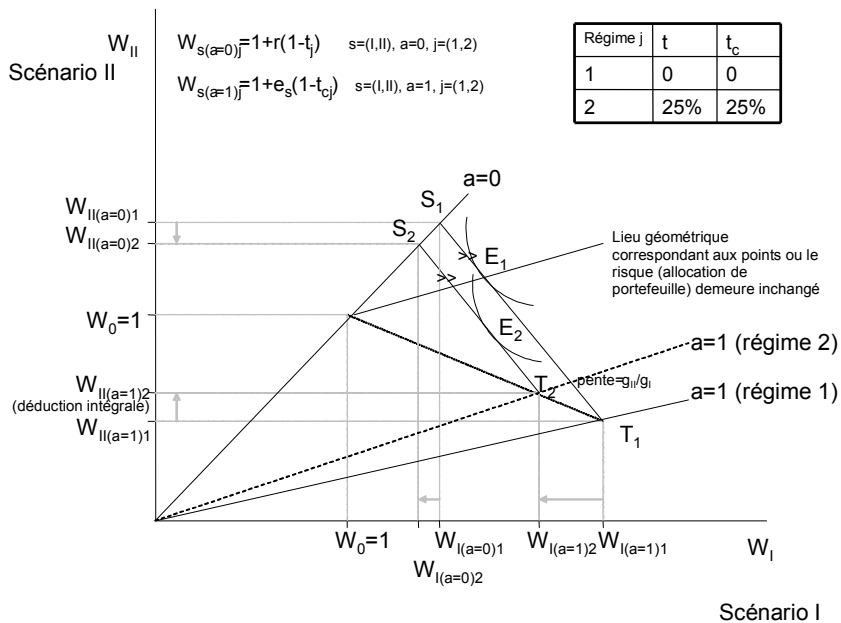
Atkinson et Stiglitz (1980) généralisent les résultats de η^* et concluent que, en vertu des postulats de ce modèle, imposer le rendement de l'actif risqué en appliquant une déduction intégrale des pertes a pour effet d'augmenter la prise de risque (comprise comme la part du patrimoine investie dans l'actif risqué) si l'élasticité de la demande par rapport à la richesse pour l'actif risqué n'est pas significativement supérieure à 1⁵. En

d'autres termes, il est possible de prévoir une augmentation de la prise de risque avec une aversion relative au risque croissante ou constante (c'est-à-dire une part croissante ou constante de richesse investie dans des actifs risqués au fur et à mesure que le patrimoine augmente), mais également avec une aversion relative au risque décroissante, pour autant que l'élasticité par rapport à la richesse η ne soit pas trop élevée.

Comme le montre le graphique 2.2, introduire un impôt sur les rendements de placement, y compris les plus-values, traitant de manière symétrique les gains et les pertes (c'est-à-dire recourant à une déduction intégrale des moins-values) a pour effet de ramener la droite d'allocation de portefeuille vers l'origine (ce qui reflète une baisse de la richesse finale) de manière parallèle (pente inchangée) depuis S_1T_1 en l'absence d'imposition, à S_2T_2 , avec un nouvel équilibre après impôts de E_2 . On constate que la fraction de richesse investie dans l'actif risqué est positive et inférieure à une valeur critique donnée η^* (voir plus haut).

Ce modèle aboutit à un résultat remarquable : introduire un impôt sur les rendements de placement traitant de manière symétrique les plus-values et les moins-values peut augmenter la prise de risque (c'est-à-dire conduire à ce qu'un pourcentage plus élevé du patrimoine soit investi sur des actifs risqués). Ce résultat découle du postulat selon lequel ce sont les plus-values latentes qui sont imposées et les moins-values latentes qui sont déduites (des plus-values et/ou autres revenus imposables), et ce, au même taux que celui qui s'applique aux plus-values, dans l'hypothèse où l'élasticité de la demande par rapport à la richesse pour les actifs risqués n'excède pas une valeur critique qui varie elle-même en fonction de la durée de détention et du taux de rendement sûr.

Graphique 2.2.
Allocation optimale de portefeuille : cas général avec déduction intégrale des pertes



c) Évaluation de l'incidence des ajustements (asymétriques) du taux de déduction des moins-values sur la prise de risque

L'analyse qui précède part de l'hypothèse que les plus-values et les moins-values sont traitées de manière symétrique. En pratique, le taux effectif d'imposition des plus-values et le taux effectif auquel les moins-values sont déduites est généralement différent. Ces différences dépendent de trois facteurs principaux : moment où les gains et pertes sont constatés, taux d'inclusion (inclusion totale ou partielle des gains/pertes dans l'assiette d'imposition) et taux de droit commun appliqué à l'assiette à laquelle sont rattachées les plus-values/moins-values.

Dans l'hypothèse où ce sont les plus-values latentes qui sont imposées, il faudrait alors, pour procéder à un traitement symétrique d'un gain ou d'une perte incertaine, que les moins-values latentes soient elles aussi déductibles et que le taux d'inclusion (total ou partiel) des plus-values soit égal au taux de déduction des moins-values (déduction/inclusion totale ou partielle). De plus, un traitement symétrique exigerait normalement que les moins-values soient déduites de la même assiette d'imposition que celle à laquelle sont rattachées les plus-values imposables (ou, de manière plus générale, à une assiette soumise au même taux d'imposition de droit commun que les plus-values imposables). Dans cette perspective, lorsque les plus-values imposables du contribuable (ou son revenu imposable, selon que des restrictions s'appliquent ou non à l'imputation des moins-values) sont insuffisantes pour absorber totalement les pertes en capital déductibles, l'administration devrait également reverser le reliquat de moins-values en espèces ou en quasi-espèces (c'est-à-dire la valeur de ces moins-values au moment de la demande de déduction). Un transfert en quasi-espèces pourrait consister à permettre au contribuable d'imputer le reliquat de moins-values, ainsi que les intérêts y afférents, sur le revenu imposable futur.

Comme on vient de le voir, les systèmes fiscaux ne prévoient généralement pas de traitement symétrique des plus-values et moins-values. Bien que les pays de l'OCDE appliquent le plus souvent un même taux d'inclusion pour les plus-values et les moins-values, les plus-values imposables sont d'ordinaire immédiatement assujetties à l'impôt, alors que des restrictions sous forme de cantonnement des pertes peuvent empêcher ou retarder, sans que des intérêts ne soient appliqués, la déduction du reliquat de moins-values éligibles excédant les plus-values imposables. Comme le montre le tableau 2.1, certains pays de l'OCDE, mais pas tous, permettent d'imputer le reliquat de moins-values sur les intérêts perçus, et un petit nombre permettent de les déduire des revenus ne provenant pas de placements (c'est-à-dire, du salaire ordinaire). En outre, s'il est possible dans plusieurs pays de recourir à un report en avant (et dans certains cas à un report en arrière), une ou plusieurs restrictions s'appliquent en général, et aucun ajustement d'intérêts n'accompagne les reports en arrière (voir le tableau 2.1).

Le degré de symétrie, ou l'absence de symétrie, du traitement des plus-values/moins-values, dépend non seulement des règles fiscales applicables à la constatation, à l'inclusion et à la déduction des pertes, mais aussi du comportement de l'investisseur quant au moment de la cession d'un actif et de la latitude qu'il a, dans son portefeuille, de minimiser l'impôt. En particulier, alors que les restrictions pour l'imputation des moins-values tendent à minorer le taux effectif auquel elles peuvent être déduites, il existe dans le même temps des possibilités de report permettant d'abaisser le taux d'imposition effectif des plus-values imposables (la charge fiscale diminuant à mesure du report de la date de réalisation). Ainsi la question de savoir à quel point le taux d'imposition effectif

appliqué aux plus-values est supérieur (voire, dans certains cas, inférieur) au taux d'imposition effectif appliqué aux moins-values est d'ordre empirique et la réponse peut varier selon la situation propre à chaque investisseur.

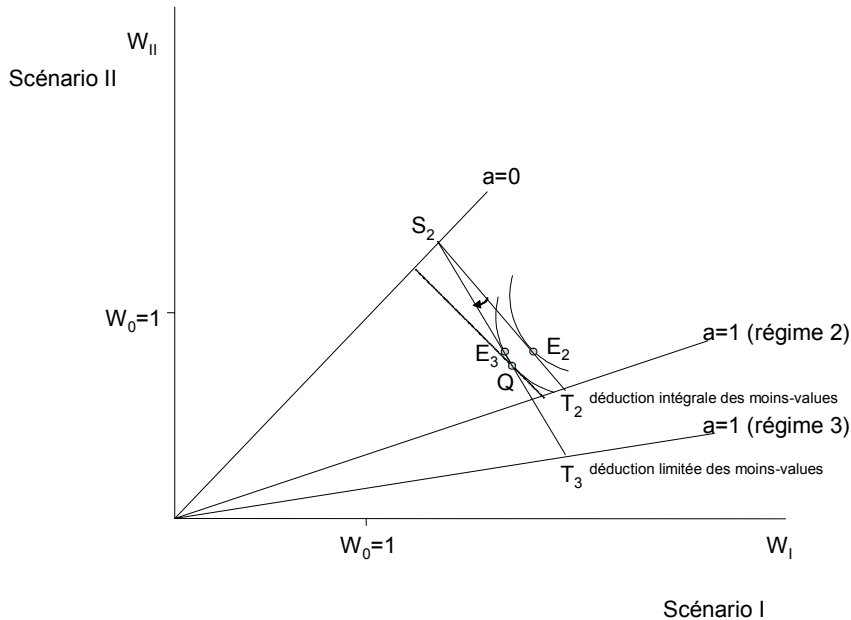
En élargissant l'application du modèle d'allocation de portefeuille (présenté à l'annexe C), il apparaît qu'imposer les plus-values à un taux effectif supérieur à celui qui s'applique à la déduction des moins-values pourrait aboutir à une moindre prise de risque. Stiglitz (1969), puis Sandmo (1985) ont par exemple étudié les conséquences de l'introduction d'un impôt sur les intérêts et les plus-values n'autorisant pas l'imputation des moins-values ; ils ont montré qu'à partir d'un certain taux, la prise de risque aurait tendance à baisser par rapport à ce qui serait le cas en l'absence d'imposition.

Il est également intéressant d'analyser la situation où l'on restreindrait la déduction des pertes sans réduire en parallèle le taux d'imposition effectif qui s'applique aux plus-values. L'annexe C (section e) étudie un choc politique de ce type, qui pourrait par exemple consister à limiter les types de plus-values imposables ou les types de revenus sur lesquels les moins-values sont imputables. Comme l'illustre le graphique 2.3, le modèle à deux scénarios démontre sans ambiguïté que cet ajustement réduirait la prise de risque au sein de l'économie par rapport à ce qu'elle serait avec une déduction intégrale des moins-values.

Le graphique 2.3 montre les effets qu'aurait le fait de restreindre le taux de déduction des pertes en capital, l'équilibre précédant la réforme étant représenté par E_2 (qui correspond à l'équilibre après impôt E_2 du graphique 2.2). L'ajustement politique visant à restreindre la déduction des pertes a pour effet de ramener la ligne de budget vers l'origine. La réforme n'ayant aucune incidence sur le régime fiscal applicable à l'actif sûr, le point S_2 situé en ($a=0$), lieu géométrique où toute la richesse est investie sur l'actif sûr, demeure inchangé. L'extrémité T_3 sur le nouveau lieu géométrique ($a=1$) où toute la richesse est investie sur l'actif risqué, témoigne du fait que le rendement net demeure stable pour le scénario positif I, mais qu'il se trouve réduit pour le scénario « négatif » II, où l'administration assume un risque moindre.

Le nouvel équilibre est représenté par E_3 sur une nouvelle courbe d'indifférence (moins haute). Q est, sur cette nouvelle courbe, le point où la pente est identique à celle qui existe sur la droite de budget avant la réforme S_2T_2 . Elle permet de distinguer un effet de richesse (E_2 à Q) et un effet de substitution (Q à E_3). Le premier devrait tendre à une moindre prise de risque (dans la situation « normale » où l'élasticité de la demande par rapport à la richesse est positive pour l'actif risqué, la réforme fiscale réduisant la richesse finale pour le scénario négatif). L'effet de substitution conduit également à une moindre prise de risque, ce qui sous-tend une moindre prise de risque globale.

Graphique 2.3.
Allocation de portefeuille avec ajustement politique asymétrique limitant le taux de déduction des moins-values



À l'inverse, offrir une plus grande latitude pour la déduction des pertes en capital sans procéder parallèlement à une augmentation du taux effectif sur les plus-values, en permettant par exemple d'imputer le reliquat de moins-values sur une partie plus importante du revenu imposable, ou en augmentant le taux d'inclusion des moins-values par rapport à celui qui s'applique aux plus-values, devrait selon ce modèle augmenter la prise de risque. Comme le montre l'annexe C, on parvient à ce résultat univoque lorsque la réforme fiscale s'applique de manière asymétrique (affectant la richesse finale uniquement pour le scénario « négatif »).

Eu égard aux implications politiques possibles, il convient de reconnaître qu'en pratique, appliquer aux moins-values un régime très peu contraignant peut engendrer des pertes de recettes fiscales largement supérieures à ce que les pouvoirs publics sont prêts à accepter, ce dont le modèle ne rend pas compte. En particulier, lorsque ces dispositions sont par trop généreuses, les contribuables peuvent être incités à se servir du système fiscal pour « subventionner » des activités de consommation, que l'État n'entend pas encourager, soit en utilisant directement les dispositions fiscales, soit en recourant à d'autres moyens⁶.

d) Évaluation des effets sur la prise de risques d'un régime préférentiel (symétrique) des plus-values/moins-values

Il est également intéressant de considérer la situation où les rendements provenant de placements sûrs ou risqués sont tout d'abord imposés au même taux que les revenus ordinaires, l'administration décidant par la suite de baisser le taux d'imposition effectif des plus-values/moins-values. Cela peut passer par une réduction symétrique, appliquée

aux gains et aux pertes, du taux de droit commun d'imposition des plus-values, ou par un allègement du taux d'inclusion des plus-values et une réduction correspondante du taux de déduction des moins-values. Par exemple, les plus-values et moins-values peuvent à l'origine être intégrées dans leur totalité à l'assiette d'imposition (taux d'inclusion de 100 %), l'État optant ensuite pour une inclusion partielle (par exemple un taux d'inclusion de 50 % pour les gains et les pertes).

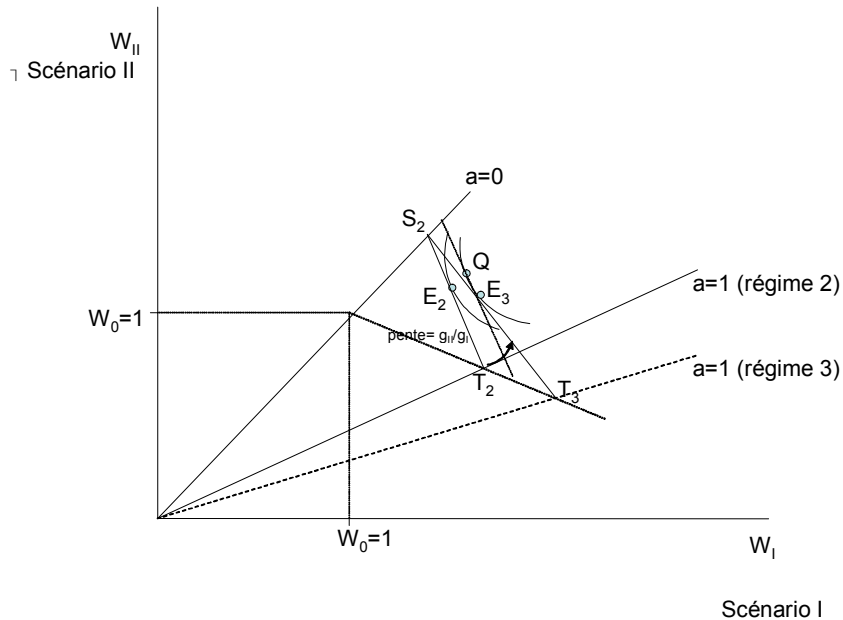
C'est ce que montre le graphique 2.4, où la droite de budget avant la réforme est S_2T_2 (correspondant ainsi à celle du graphique 2.2), et où l'équilibre correspond pour cette période à E_2 . La droite d'allocation de portefeuille après réforme est représentée par S_2T_3 . L'imposition des intérêts perçus n'étant pas affectée par le changement de politique, l'extrémité S_2 du lieu géométrique ($a=0$), où toute la richesse est investie sur l'actif sûr, reste inchangée. Avec la réduction du taux d'imposition effectif des plus-values/moins-values, la pente de la droite de budget devient moins accentuée, T_3 étant alors la nouvelle extrémité sur le lieu géométrique après réforme ($a=1$) où toute la richesse est investie sur l'actif risqué. La réduction du taux d'imposition effectif aboutit à un rendement et une richesse finale supérieurs pour le scénario « positif » I, où des gains sont réalisés, mais un rendement net inférieur pour le scénario « négatif » II, le dégrèvement d'impôt étant moindre pour les moins-values.

Le graphique 2.4 décrit la situation où la réforme conduit à une plus grande prise de risque. Elle présente un effet de richesse depuis E_2 jusqu'au point Q, qui s'inscrit sur une courbe d'indifférence (après réforme) plus élevée, ainsi qu'une plus grande richesse finale (reflétant la forte probabilité attribuée par l'investisseur au fait d'enregistrer des plus-values plutôt que des pertes). Elle rend également compte d'un effet de substitution favorisant une plus grande prise de risque, allant du point Q sur la nouvelle courbe d'indifférence jusqu'à un nouvel équilibre E_3 succédant à la réforme.

Toutefois, comme le montre l'annexe C, l'incidence globale de cette réforme politique sur la prise de risque n'apparaît pas certaine selon ce modèle lorsque l'on se fonde sur des hypothèses de risque « normales ». La modification du taux d'inclusion des plus-values et moins-values a une incidence sur le taux de rendement net des actifs risqués par rapport à celui des actifs sûrs. Ce faisant, la réforme introduit des effets de substitution qui étaient absents lors de l'introduction de l'impôt ou de la modification du taux appliqué de manière uniforme aux rendements de placement, y compris aux plus-values, aux moins-values et aux intérêts, questions abordées à la sous-section b).

Contrairement à la réforme du paramètre des déductions de moins-values, abordé ci-dessus, le choc sur le taux d'inclusion applicable aux plus-values et moins-values et, partant, sur le taux d'imposition relatif s'applique de manière symétrique (pour les deux scénarios). Les impôts payés sont plus faibles lorsque l'on investit sur un actif risqué et l'utilité espérée est plus élevée pour un scénario positif lorsque des gains sont réalisés, le résultat étant inverse pour le scénario « négatif », où la prime de risque est inférieure. L'effet net de ces considérations n'apporte toutefois pas d'éclaircissements sur les implications globales de cette problématique.

Graphique 2.4.
Allocation optimale de portefeuille lors du passage d'une inclusion totale à une inclusion partielle des plus-values



En règle générale, une réforme qui abaisse le taux d'inclusion des gains/pertes sera plus (moins) susceptible d'augmenter la prise de risques selon que la probabilité attribuée au scénario positif sera plus (moins) élevée et que l'investisseur sera plus (moins) réfractaire au risque. Toutefois, contrairement aux autres réformes examinées ci-dessus, l'incidence nette des effets de revenu et de substitution liés à une réduction parallèle du taux d'inclusion des plus-values et du taux de déduction des moins-values ne peut être déterminée de manière univoque sans disposer d'éléments plus solides quant à la sensibilité au risque de l'investisseur et quant aux probabilités qu'il attribue aux deux scénarios.

En résumé, une des principales implications du modèle élémentaire d'allocation de portefeuille de Domar et Musgrave (1944), Stiglitz (1969) et Atkinson et Stiglitz (1980), est que l'imposition des plus-values peut, sous certaines conditions et pour certains dispositifs, augmenter la prise de risque, le régime applicable aux moins-values ayant à ce titre une grande importance. Une conclusion importante de ces travaux est qu'un système d'imposition des rendements de placement, et notamment des plus-values, qui prévoit une déduction intégrale des moins-values peut conduire à une prise de risque plus importante que celle qui existerait en l'absence d'imposition, pour autant que soient satisfaites certaines hypothèses réalistes de sensibilité au risque. Ce modèle montre également que la prise de risque augmentera (diminuera) si l'administration modifie sa politique pour assouplir (restreindre) les règles qu'il applique à l'imputation des moins-values, sans modifier en parallèle le taux d'imposition des plus-values. En outre, une réduction symétrique du taux d'imposition effectif des plus-values et des moins-values (par exemple *via* un ajustement symétrique du taux d'inclusion des plus-values et du taux de

déduction des moins-values) peut, dans certains cas, avoir une incidence sur la prise de risque. Cependant, cette incidence sera moins certaine que dans le cas d'un ajustement asymétrique du taux d'imputation des moins-values.

Ces observations peuvent inciter les analystes à étudier si des restrictions applicables à l'imputation des moins-values sont une bonne chose. Sur ce point, il convient de noter qu'en pratique, le taux d'imposition effectif des plus-values ne sera peut-être que légèrement différent du taux effectif de déduction des pertes, bien que des restrictions existent en matière d'imputation des moins-values. Comme on l'a vu, le degré d'asymétrie possible du régime des gains et des moins-values dépend non seulement des dispositions statutaires qui régissent l'imputation des moins-values, mais également des opportunités de planification fiscale. Les pays interrogés indiquent avoir constaté l'existence de dispositifs exploitant la latitude dont disposent les investisseurs lorsque le régime fiscal est basé sur la réalisation, et, plus particulièrement, de la possibilité de choisir la date de constatation du gain ou de la perte en choisissant l'année de cession de l'actif.

L'impôt peut ainsi être minoré, notamment en vendant des actifs (par exemple des actions) dont les plus-values permettent exactement d'absorber les déductions de moins-values provenant de la vente d'actifs générateurs de pertes (quitte à racheter ensuite les actifs rentables). La stratégie consistant à différer la constatation des plus-values imposables, en ne vendant que les actifs présentant une plus-value juste suffisante pour passer les moins-values en déduction, tend à minorer le taux d'imposition effectif des gains en capital, tout en augmentant le taux auquel les moins-values sont imputées. Ainsi, pour certains investisseurs, ce dernier taux peut ne pas être inférieur (et peut très bien être supérieur) au taux d'imposition effectif des gains. Toutefois, pour d'autres agents dont le portefeuille est moins diversifié, auxquels s'offrent moins de possibilités de report et dont la situation, de façon générale, n'offre que peu de possibilités de planification fiscale, les restrictions imposées à la déduction des pertes peuvent se traduire par le fait que le taux d'imposition effectif auquel les moins-values sont déduites soit inférieur au taux d'imposition effectif appliqué aux plus-values. Il serait de toute évidence très ardu d'évaluer les conséquences sur l'économie dans son ensemble, ce qui pose un problème empirique complexe.

Il faut aussi prendre en considération le fait que l'adoption de dispositions très peu contraignantes en matière de déduction des moins-values (c'est-à-dire, n'imposant que peu de restrictions quant au type de revenu imposable sur lequel les moins-values peuvent être imputées) peut ouvrir la porte à une autre forme de planification fiscale, à la fois plus difficile et plus onéreuse à administrer et à freiner. Cela peut en effet encourager les investisseurs à présenter certaines activités de consommation comme des activités commerciales, en vue de déduire de leur charge fiscale certaines dépenses de consommation, résultat clairement non intentionnel lorsque l'objectif politique d'un tel régime est de ne pas entraver (voire d'encourager) la prise de risque en matière d'investissements (par opposition à la consommation). Autrement dit, la déduction intégrale des pertes, dans la pratique, peut équivaloir à une subvention de la consommation dans certains secteurs (par exemple, l'exploitation d'une ferme d'agrément) que le gouvernement n'avait sans doute pas l'intention d'encourager spécifiquement, fiscalement ou par d'autres moyens, ce résultat n'étant pas pris en compte dans le modèle élémentaire d'allocation de portefeuille.

De plus, bien que les résultats de l'utilisation du modèle élémentaire à une période donnée soient intéressants et méritent d'être cités, il convient de reconnaître que ces

conclusions, et la grille d'analyse elle-même, se fondent sur un certain nombre de présupposés. Le premier est que l'investisseur doit choisir entre actif sûr et un actif risqué unique ; on peut donc se demander si ces conclusions d'ordre général s'appliquent également lorsqu'il existe plusieurs actifs. L'élargissement de cette analyse à un nombre arbitraire d'actifs risqués, entreprise par Sandmo (1977) a démontré que les résultats du modèle à deux actifs peuvent être généralisés sans qu'aucune modification ne soit nécessaire⁷.

Il est évident toutefois que ces résultats sont subordonnés à plusieurs conditions. Mais surtout, le fait qu'ils ne tiennent pas compte des effets que peuvent avoir sur le bien-être des personnes physiques les différences de recettes fiscales entre systèmes, supposant implicitement que les recettes publiques sont utilisées pour financer les biens collectifs généraux (entrant dans la fonction d'utilité de l'investisseur de manière complémentaire et distincte). Des travaux récents soulignent qu'une évaluation des effets de l'imposition des plus-values sur le risque devrait tenir compte du fait que le transfert du risque vers les pouvoirs publics (par exemple, en permettant la déduction des pertes) peut entraîner des coûts⁸. L'imputation des moins-values peut avoir diverses incidences sur les recettes de l'État et, partant, sur les dépenses et les emprunts publics ainsi que sur la politique fiscale.

Il se peut donc que les risques pour les recettes de l'État soient lourds à supporter pour les particuliers, au même titre que des risques strictement privés (ce sont en effet les particuliers qui les assument en dernière analyse). Selon toute vraisemblance, une compensation ou une annulation de ces effets peut se produire au sein de l'économie (la perte encourue par un contribuable venant compenser, dans une certaine mesure, le gain réalisé par un autre). Toutefois, l'importance de cet élément d'appréciation et, de manière plus générale, les coûts nets qu'implique ce transfert de risques vers les autorités publiques, doivent être évalués et peuvent différer sensiblement d'un pays à l'autre.

Les biens d'entreprise traités au tableau 2.1 (et aux tableaux 1.1 et 3.1) n'appartiennent pas à un stock de marchandises.

Une autre question centrale, mise d'emblée en exergue, est de savoir si le système fiscal doit encourager une prise de risque supérieure à celle qui existerait en l'absence d'imposition, ce qui ne constituerait pas en soi un objectif mais viserait plutôt à stimuler des activités générant des avantages indirects et impliquant plus généralement des risques supérieurs. Cela soulève certaines questions concernant les effets positifs induits par certaines activités à haut risque, celle de savoir à qui ils doivent bénéficier. Mais cela suscite également des interrogations quant aux différents types de défaillances de marché et leurs causes, ce qui amène à se demander le cas échéant si ces problèmes doivent être traités par le biais du système fiscal ou en passant par un dispositif plus ciblé⁹. Ces questions ne relèvent pas du champ de cette étude.

Enfin, on pourrait ajouter que la grille d'analyse sur laquelle se fondent les résultats élémentaires présentés précédemment part du postulat que la prise de risque est un exercice rationnel qui implique de soupeser les effets de richesse et de substitution selon les modalités définies dans le modèle. En pratique, les considérations d'ordre fiscal peuvent influencer d'autres manières sur les décisions d'allocation de portefeuille. Il faut donc interpréter avec prudence les enjeux politiques de cette question.

e) Évaluation par pays de l'incidence de l'imposition des plus-values sur la prise de risque

Le questionnaire demande aux différents pays si l'incidence que pourrait avoir l'imposition des plus-values sur la prise de risque des ménages est prise en compte lors de l'élaboration des politiques fiscales et, le cas échéant, selon quelles modalités. Il demande également aux pays de communiquer les règles de « cantonnement » qu'ils appliquent à l'imputation des moins-values (y compris en précisant leurs dispositions concernant le report en avant et en arrière et si les pertes en capital sont imputées sur les revenus de placement ou sur le revenu ordinaire). Le tableau 2.1 présente une synthèse des principales dispositions, qui sont ensuite examinées à la section 3.3.

L'incidence possible de la réforme fiscale est analysée en Norvège par le biais de modèles d'évaluation des actifs financiers (MEDAF) et de modèles de détermination du prix de l'option. Selon la Norvège, un des principaux objectifs de l'importante réforme fiscale engagée en 1992 avec l'introduction du système « RISK » (imposition simple des dividendes [avoir fiscal intégral] et des plus-values [majoration du coût d'acquisition des actions]) était d'introduire une imposition neutre des revenus du capital qui n'influerait pas sur les décisions de financement et d'investissement ni sur la prise de risque. En règle générale, en vertu de ce dispositif, les pertes en capital peuvent être imputées sur les plus-values ainsi que sur les revenus imposables du travail salarié, de l'entreprise et du capital.

Tableau 2.2.
Dispositions relatives à l'imputation des moins-values sur les actifs non commerciaux (MV) et sur les plus-values d'actifs non commerciaux (PV) (au 1^{er} juillet 2004)

Pays	Existe-t-il des restrictions quant à l'imputation des MV sur les PV ?	Les MV sont-elles déductibles d'autres revenus/d'autres gains ?	Des pertes autres que les MV peuvent-elles être imputées sur les PV ?	Les MV peuvent-elles être reportées (en avant ou en arrière) ?
Allemagne	Non. Les MV déductibles provenant d'actifs non commerciaux (détenus à titre privé) peuvent être imputées sur les PV imposables provenant d'actifs non commerciaux. Précision : taux d'inclusion de 50 % pour les PV/MV sur valeurs mobilières.	Non.	Oui. Les pertes ne constituant pas des MV peuvent venir en déduction des PV nettes.	Oui. Report en avant illimité mais montant plafonné : illimité jusqu'à 1 million EUR de revenu positif dégagé l'année de la déduction, au-dessus de ce montant, plafonné à 60 % du revenu positif dégagé durant cette période. En outre, report en arrière pour les PV jusqu'à 511 500 euros.
Australie	Oui. Les MV sur créances ne peuvent être imputées que sur les PV sur créances. En outre, aucune MV ne peut être imputée sur un bien à usage personnel. Il n'existe aucune autre restriction.	Non. Les MV ne sont imputables que sur les PV.	Oui. Les pertes fiscales ordinaires peuvent être déduites de toute forme de revenu et notamment des PV imposables.	Oui. Report en avant illimité (pas de report en arrière).
Autriche	Oui. Les MV ne sont imputables que sur des PV de même catégorie. Les MV sur transactions spéculatives (titres détenus moins d'un an) ne peuvent être imputées que sur des PV de même catégorie. De même, les MV de « participations substantielles » sont uniquement déductibles des PV de même catégorie.	Non.	Oui. Les pertes ne constituant pas des MV (par exemple, pertes d'exploitation) sont tout d'abord imputées sur le revenu de même catégorie, puis sur toutes les autres catégories.	Non.
Belgique	Non. Agrégation des PV imposables et des MV imputables (aucun regroupement des PV/MV au sein de la catégorie des revenus « divers »).	Non.	Non.	Oui. Biens immobiliers : report en avant sur 5 ans. Aucun report en avant (ou en arrière) pour les MV enregistrées sur des participations substantielles.

Tableau 2.2.
Dispositions relatives à l'imputation des moins-values sur les actifs non commerciaux (MV) et sur les plus-values d'actifs non commerciaux (PV) (au 1^{er} juillet 2004)

Pays	Existe-t-il des restrictions quant à l'imputation des MV sur les PV ?	Les MV sont-elles déductibles d'autres revenus/d'autres gains ?	Des pertes autres que les MV peuvent-elles être imputées sur les PV ?	Les MV peuvent-elles être reportées (en avant ou en arrière) ?
Canada	Oui. Les MV sur certains biens meubles (par ex., œuvres d'art, joaillerie) peuvent uniquement être imputées sur des PV de même nature. Dans les autres situations, les PV et les MV sont agrégées.	Oui 50 % des MV sur les actions et/ou les obligations émises par certaines petites entreprises éligibles sont imputables sur les PV et le revenu imposable, quelle que soit leur origine (règle de la « perte déductible au titre d'un placement d'entreprise »). 50 % des PV enregistrées, ou reportées sur l'année du décès sont imputées sur tout revenu imposable perçu l'année du décès ou l'année précédant le décès, et ce, quelle que soit son origine.	Oui Les pertes ordinaires d'exploitation peuvent être imputées sur tout revenu quelle que soit son origine, y compris sur les PV imposables.	Oui. Report en avant illimité ; report en arrière sur 3 ans.
Corée	Oui. Regroupement distinct des PV/MV provenant d'actions (MV d'actions uniquement imputables sur les PV dérogées la même année sur des actions), et des PV/MV sur les immeubles et terrains (MV uniquement imputables sur les PV dérogées la même année sur des sur immeubles et terrains).	Non.	Non.	Non.
Danemark	Oui. Régime distinct pour les MV/PV d'actions cotées et provenant de biens immobiliers (les MV ne peuvent être imputées que sur des PV provenant d'actifs similaires). Les PV sur actions non cotées peuvent être déduites du revenu personnel. Aucune imputation de MV n'est autorisée pour les obligations (reconnues ou non).	Oui. Les MV afférentes à des actions (cotées et non cotées) détenues durant 3 ans peuvent être imputées sur les « revenus d'actions », y compris sur les dividendes. Le reliquat de moins-values peut être transféré au conjoint.	Non.	Oui Report en avant illimité (sur les PV et/ou sur d'autres revenus, conformément aux règles fondamentales d'agrégation).

Tableau 2.2.

Dispositions relatives à l'imputation des moins-values sur les actifs non commerciaux (MV) et sur les plus-values d'actifs non commerciaux (PV) (au 1^{er} juillet 2004)

Pays	Existe-t-il des restrictions quant à l'imputation des MV sur les PV ?	Les MV sont-elles déductibles d'autres revenus/d'autres gains ?	Des pertes autres que les MV peuvent-elles être imputées sur les PV ?	Les MV peuvent-elles être reportées (en avant ou en arrière) ?
Espagne	Oui. Régime distinct pour les PV/MV à court terme (valeurs mobilières détenues moins de 1 an) et sur les PV/MV à long terme (les MV à court terme peuvent être imputées sur des PV à court terme dérogées la même année, mais non sur des PV à long terme). Les MV à long terme peuvent être (uniquement) imputées sur des PV long terme dérogées la même année.	Oui. Le reliquat de MV à court terme (c'est-à-dire celles qui demeurent après imputation sur les PV à court terme) peuvent être imputées sur 10 % des autres revenus nets (à l'exception des PV de long terme).	Oui. Les pertes d'exploitation sont déductibles des PV nettes à court terme (imposées comme un revenu ordinaire).	Oui. Report en avant de 4 ans pour le reliquat de MV à court terme, qui peut être imputé sur les PV à court terme ou sur 10 % des autres revenus nets (à l'exception des plus-values à long terme). Report en avant de 4 ans pour l'imputation de MV à long terme sur des plus-values à long terme.
États-Unis	Non. Agrégation des PV imposables et des MV imputables. Le reliquat de MV sur les valeurs mobilières détenues 1 an peut être déduit des PV nettes sur les valeurs mobilières détenues > 1 an ; le reliquat de MV sur les valeurs mobilières détenues > 1 an peut être imputé sur les PV nettes de titres détenus 1 an).	Oui. Le reliquat de MV (qui ne peut être imputé sur les PV) peut être imputé à hauteur de 3 000 USD sur le revenu ordinaire.	Non.	Oui. Report en avant illimité.
Finlande	Non. Agrégation des PV imposables et des MV imputables.	Non. Les MV ne peuvent être imputées que sur les PV.	Oui. Les PV nettes sont intégrées au « revenu du capital » qui peut intégrer des composantes négatives.	Oui. Report en avant sur 3 ans.
France	Oui. Régime distinct pour les MV/PV de valeurs mobilières et de biens immobiliers (les MV ne sont imputables que sur des PV provenant d'actifs similaires).	Non.	Non.	Oui. Report en avant de 10 ans pour les MV provenant de la cession occasionnelle d'actions (imputables sur des PV de même nature).
Grèce	Oui. Régime distinct pour les PV/MV imposées à des taux différents.	Les entreprises individuelles peuvent déduire de leurs gains les pertes provenant de la cession d'actions de sociétés cotées sur les marchés grec ou étrangers.	Non.	Oui. Aucun délai applicable.

Tableau 2.2.
Dispositions relatives à l'imputation des moins-values sur les actifs non commerciaux (MV) et sur les plus-values d'actifs non commerciaux (PV) (au 1^{er} juillet 2004)

Pays	Existe-t-il des restrictions quant à l'imputation des MV sur les PV ?	Les MV sont-elles déductibles d'autres revenus/d'autres gains ?	Des pertes autres que les MV peuvent-elles être imputées sur les PV ?	Les MV peuvent-elles être reportées (en avant ou en arrière) ?
Hongrie	Oui. Régime distinct pour les PV/MV imposés à des taux différents.	Non.	Non.	Non.
Irlande	Oui. Le régime des PV réalisées sur certains terrains à bâtir (soumis à un impôt sur les plus-values de 40 %) est distinct de celui qui s'applique aux autres MV. Dans les autres situations, agrégation des PV et des MV.	Non. Les MV ne peuvent pas être imputées sur d'autres revenus (MV uniquement imputables sur les PV).	Non.	Oui. Report en avant illimité Si des MV sont enregistrées durant l'année fiscale du décès du contribuable, un report en arrière de trois ans peut leur être appliqué (méthode DEPS).
Islande	Oui. Régime distinct pour les PV/MV provenant de biens mobiliers, y compris les actions, et de biens immobiliers.	Non. Les MV de valeurs mobilières sont imputables sur les PV déduites la même année sur des actifs similaires. Les MV de biens immobiliers sont imputables sur les PV déduites la même année sur des actifs similaires.	Non.	Non.
Italie	Oui. Regroupement distinct des PV/MV provenant de participations éligibles (substantielles) et des autres PV/MV (c'est-à-dire, PV/MV sur participations, obligations ou autres actifs non éligibles).	Non.	Oui. Les pertes de placement peuvent être imputées sur les PV nettes de participations non éligibles.	Oui. Report en avant de 4 ans pour <i>i</i>) les MV provenant de participations éligibles et <i>ii</i>) les MV de participations non éligibles.
Japon	Oui. Regroupement distinct des PV/MV provenant : de valeurs mobilières (imposées séparément à un taux uniforme), de biens immobiliers (terrains, immeubles) détenus à court ou à long terme et d'autres actifs.	Non. Exception : sous certaines conditions, les MV provenant de la cession de biens résidentiels peuvent être imputées sur le revenu total des 3 années suivantes (disposition limitée au nombre d'années où le revenu total est 30 millions JPY).	Oui. Les pertes ne constituant pas des MV peuvent être déduites des PV nettes provenant d'actifs autres que valeurs mobilières et biens immobiliers (tous deux soumis à une imposition distincte).	Oui, dans certains cas. Report en avant sur 3 ans pour les MV provenant d'actions cotées (imputables sur les PV d'actions cotées). Pas de report en avant/en arrière pour les MV sur les autres valeurs mobilières, les terrains ou les immeubles.

Tableau 2.2.
Dispositions relatives à l'imputation des moins-values sur les actifs non commerciaux (MV) et sur les plus-values d'actifs non commerciaux (PV) (au 1^{er} juillet 2004)

Pays	Existe-t-il des restrictions quant à l'imputation des MV sur les PV ?	Les MV sont-elles déductibles d'autres revenus/d'autres gains ?	Des pertes autres que les MV peuvent-elles être imputées sur les PV ?	Les MV peuvent-elles être reportées (en avant ou en arrière) ?
Luxembourg	Non. Regroupement distinct pour : i) les PV/MV de nature spéculative (titres détenus moins de 6 mois), ii) les PV/MV de biens corporels et iii) les PV/MV provenant de participations substantielles. Les soldes sont compensés suivant un ordre spécifique afin de déterminer les taux d'imposition applicables.	Non.	Oui. Les pertes ne constituant pas des MV peuvent être imputées sur les PV nettes.	Non.
Mexique	Non. Agrégation des PV imposables et des MV imputables.	Oui. Les MV peuvent être imputées sur tout autre revenu imposable.	Non.	Oui. Report en avant sur 3 ans.
Norvège	Non. Agrégation des PV imposables et des MV déductibles (intégrées au « revenu ordinaire », qui comprend tous les revenus imposables du travail salarié, de l'entreprise et du capital).	Oui. MV déductibles de tout revenu ordinaire.	Oui. Les pertes autres que les MV sont déductibles des PV.	Oui. Report en avant sur 10 ans. Lorsque l'entreprise cesse ses activités, report en arrière de 2 ans pour les moins-values provenant de biens d'entreprise.
Nouvelle-Zélande	Non. Toutes les obligations de sociétés sont soumises à un traitement identique (règles d'annualité, pas de regroupement distinct des PV/MV).	Oui. Les moins-values obligatoires peuvent être entièrement déduites du revenu courant.	Oui. Les PV nettes sont imposées comme partie du revenu personnel (d'autres pertes peuvent leur être imputées).	Oui. Report en avant illimité.

Tableau 2.2.
Dispositions relatives à l'imputation des moins-values sur les actifs non commerciaux (MV) et sur les plus-values d'actifs non commerciaux (PV) (au 1^{er} juillet 2004)

Pays	Existe-t-il des restrictions quant à l'imputation des MV sur les PV ?	Les MV sont-elles déductibles d'autres revenus/d'autres gains ?	Des pertes autres que les MV peuvent-elles être imputées sur les PV ?	Les MV peuvent-elles être reportées (en avant ou en arrière) ?
Pays-Bas	Non. Agrégation des PV imposables et des MV imposables sur toutes les participations substantielles (comprises dans le « panier II »).	Oui. Les MV (sur participations substantielles) peuvent être imputées sur tout autre revenu (par exemple, dividendes) provenant d'une participation substantielle. En outre, 25 % du reliquat de MV provenant de participations substantielles peuvent être imputés sur les autres revenus si l'actionnaire perd cet intérêt substantiel.	Oui. Les pertes de placement de l'encadré II peuvent être imputées sur les PV du « panier II ».	Oui. Report en arrière de 3 ans et report en avant illimité pour les MV enregistrées sur des participations substantielles.
Pologne	Oui. Régime distinct pour les PV/MV d'actions et autres valeurs mobilières (imposées à un taux uniforme de 19 %) ; le « produit de la cession de biens immobiliers, de droits de propriété et de biens mobiliers » est imposé sur une base brute (prix de vente délégué des frais de vente).	Non.	Non.	Non.
Portugal	Oui. Régime distinct pour les PV/MV d'actions et autres valeurs mobilières et pour les PV/MV de biens immobiliers. Les MV nettes d'actions ordinaires et autres droits peuvent seulement être imputées sur les PV nettes de même catégorie réalisées durant les deux années suivantes. Les MV nettes provenant de biens immobiliers peuvent seulement être imputées sur les PV nettes de même catégorie réalisées durant les cinq années suivantes.	Non (notons que les MV sur les actifs d'entreprise sont imputables sur les autres revenus d'entreprise).	Non.	Oui. Report en avant de 5 ans pour les MV sur biens immobiliers. Report en avant pour les MV d'actions et autres valeurs mobilières.
République slovaque	Oui. Régime distinct pour les PV/MV de valeurs mobilières, pour les (autres) biens mobiliers et pour les biens immobiliers.	Non.	Non.	Non.

Tableau 2.2.
Dispositions relatives à l'imputation des moins-values sur les actifs non commerciaux (MV) et sur les plus-values d'actifs non commerciaux (PV) (au 1^{er} juillet 2004)

Pays	Existe-t-il des restrictions quant à l'imputation des MV sur les PV ?	Les MV sont-elles déductibles d'autres revenus/d'autres gains ?	Des pertes autres que les MV peuvent-elles être imputées sur les PV ?	Les MV peuvent-elles être reportées (en avant ou en arrière) ?
République tchèque	Oui. Régime distinct pour les MV/PV de valeurs mobilières (p. ex. actions ou obligations) et MV/PV provenant de participations dans des sociétés à responsabilité limitée, sociétés de personnes ou sociétés coopératives (p. ex. les MV de coopératives ne peuvent être imputées sur les PV de valeurs mobilières).	Non.	Non.	Non.
Royaume-Uni	Non. Agrégation des PV imposables et des MV imputables. Exception : Les PV provenant d'une cession à une « personne rattachée » sont uniquement imputables sur les PV de cession à cette même personne.	Non. Exception : les PV de certaines actions de sociétés non cotées peuvent être imputées sur le revenu de l'année fiscale en cours ou suivante.	Oui. Sous certaines conditions, les pertes afférentes au revenu d'exploitation (qui ne peuvent être imputées sur le revenu) sont déductibles de toute PV.	Oui. Report en avant illimité. Aucun report en arrière des MV, sauf lorsque des MV sont enregistrées l'année du décès du contribuable ou l'année où la concession minière se termine.
Suède	Oui. Régime distinct (cantonement) des PV/MV pour les parts de fonds communs de placement investis exclusivement en titres de créance suédois. Dans les autres situations, les PV imposables et MV déductibles sont agrégées. Précision : différents taux d'inclusion sont appliqués aux MV selon la nature des actifs : taux de 100 % pour les titres de créance suédois (à l'exception des obligations à lots) et les parts de FCP en titres de créance suédois ; 50 % pour les résidences personnelles ; 70 % pour toutes les autres MV.	Oui. 70 % du reliquat de moins-values peut être imputé aux autres revenus du capital (notamment les intérêts et les dividendes). Si le revenu du capital est négatif, 30 % des MV, pour la tranche allant jusqu'à 100 000 SEK (10 810 EUR) et 21 % des MV, au-delà de 100 000 SEK, peut être imputé sur l'impôt sur le revenu (revenus du travail salarié et d'entreprise).	Oui. Les pertes de placement peuvent être imputées sur les PV (lors du calcul des revenus du capital).	Non.

Tableau 2.2.
Dispositions relatives à l'imputation des moins-values sur les actifs non commerciaux (MV) et sur les plus-values d'actifs non commerciaux (PV) (au 1^{er} juillet 2004)

Pays	Existe-t-il des restrictions quant à l'imputation des MV sur les PV ?	Les MV sont-elles déductibles d'autres revenus/d'autres gains ?	Des pertes autres que les MV peuvent-elles être imputées sur les PV ?	Les MV peuvent-elles être reportées (en avant ou en arrière) ?
Suisse	Sans objet. Aucun impôt fédéral sur les plus-values provenant de biens mobiliers ou immobiliers privés (l'impôt fédéral ne s'applique qu'aux PV/MV sur les biens d'entreprise). Précision : il existe un impôt cantonal sur les gains en capital provenant de biens immobiliers privés.	Sans objet.	Sans objet. Précision : dans certains cantons, les pertes d'exploitation peuvent être imputées sur les PV de biens immobiliers.	Sans objet.
Turquie	Non. Agrégation des PV imposables et des MV imputables.	Non.	Non.	Oui. Report en avant sur 3 ans.

Source : 1) Réponses fournies au questionnaire par l'Allemagne, l'Australie, l'Espagne, les États-Unis, l'Irlande, l'Islande, l'Italie, la Finlande, la Norvège, la Nouvelle-Zélande, les Pays-Bas, la République slovaque, la République tchèque, le Canada, le Danemark, le Luxembourg, le Mexique, le Portugal, le Royaume-Uni ; 2) European Taxation Database et European Tax Handbook (2004), International Bureau of Fiscal Documentation.

De même, l'incidence possible sur la prise de risque a été prise en compte lors de la décision de remplacer le système RISK par le « modèle actionnarial » (à compter de 2006). Selon ce modèle, qui entend principalement réduire les incitations inhérentes au système RISK à voir les revenus du travail imposés comme des revenus du capital, le rendement supérieur au taux de rendement d'un actif sans risque est imposé à la fois au niveau de l'entreprise et du particulier. En revanche, un rendement inférieur à ce seuil est exonéré d'impôt pour les personnes physiques (il n'est imposé qu'auprès des entreprises), et il est possible de reporter toute portion non utilisée des « rendements exonérés d'impôt » (voir Sorensen (2003) qui décrit le modèle actionnarial). Les effets possibles sur la prise de risque ont été analysés au moment de la conception de ce nouveau régime. L'analyse a permis de conclure qu'un régime qui met à l'abri de l'impôt sur le revenu des personnes physiques le rendement d'opportunité d'un placement, et permet le report et la déduction sans restriction des « rendements exonérés d'impôt » non utilisés, est susceptible d'avoir un effet favorable sur la prise de risque pour les agents économiques diversifiant peu leurs investissements (par exemple, les entrepreneurs). Toutefois, comme le modèle actionnarial choisi s'écarte quelque peu d'un pareil régime, il pourra exercer une pression tant à la hausse qu'à la baisse sur la prise de risque. En conséquence, l'imposition suivant le modèle actionnarial ne devrait pas avoir d'effet net important sur la prise de risque.

Aux États-Unis, il est possible de déduire jusqu'à 3 000 USD de moins-values excédentaires (des pertes qui ne peuvent être déduites des plus-values) sur le revenu ordinaire (bien que plusieurs propositions aient été soumises en vue de relever ce plafond, aucune n'a été adoptée). L'effet du taux d'imposition des gains en capital sur les incitations à la prise de risque fait souvent partie des raisons invoquées pour appliquer un taux d'imposition préférentiel aux gains en capital. L'argument est le suivant : la déduction des pertes en capital sur les autres revenus étant limitée et les taux d'imposition sur le revenu des personnes physiques étant progressif, le système défavoriserait les placements risqués si ce taux n'était pas pratiqué. Le modèle de Musgrave, élaboré durant les années 40, est parfois utilisé comme point de départ ; il se fonde toutefois sur une déduction illimitée des pertes et un impôt proportionnel sur le revenu.

On affirme parfois que les investissements dans des entreprises nouvelles sont plus risqués que dans des entreprises établies de taille plus importante. En 1993, cette préoccupation a conduit les États-Unis à adopter une mesure prévoyant un taux d'exclusion de 50 % et un taux d'imposition maximal de 14 % pour les plus-values réalisées sur des actions de petites entreprises achetées lors d'une première émission et détenues pendant au moins cinq ans. L'entreprise doit avoir moins de 50 millions USD d'actifs (y compris le produit de l'émission) au moment de l'émission et satisfaire à un certain nombre d'exigences. Dans l'état actuel de la législation, cette disposition encore valide accorde bien peu d'avantages fiscaux par comparaison avec d'autres taux d'imposition applicables aux plus-values.

L'Irlande indique qu'au moment de la conception de son régime d'imposition des plus-values mis en œuvre en 1974 et 1975, on a tenu compte des effets sur la prise de risque pour établir le taux d'imposition des plus-values à 26 %, taux considérablement inférieur aux taux maximums applicables au revenu des particuliers et des sociétés en vigueur à l'époque. On a de plus porté une attention particulière au traitement fiscal des pertes. Plus spécialement, l'Irlande permet que les moins-values agrégées (afférentes à l'ensemble des actifs imposables) soient déduites des plus-values agrégées autres que les gains réalisés sur des terrains à bâtir (c'est-à-dire qu'il n'existe aucun regroupement ni

aucun cantonnement en fonction du type de gains et de pertes). Afin de contrecarrer plus encore l'incidence négative que pourrait avoir l'adoption d'un impôt sur les plus-values, un système de report d'imposition a également été mis en place (il a par la suite été supprimé).

La Suède souligne que les travaux analytiques sur lesquels se fondent les différentes règles fiscales appliquées durant les années 90 n'ont pas étudié l'incidence possible de l'imposition sur la prise de risque. Les débats menés sur la conception de la politique fiscale ont toutefois souligné l'importance d'un traitement symétrique des plus-values et des moins-values pour ne pas freiner la prise de risque. En outre, il y a eu un domaine où les considérations de risque ont eu une incidence directe sur la politique fiscale, à savoir celui qui concerne les « investissements structurels » dans les sociétés ayant peu d'actionnaires. En particulier, un système de report était prévu pour les échanges d'action afin de traiter les problèmes de risque et de faciliter de tels investissements.

La Nouvelle-Zélande indique que, pour évaluer s'il convient ou non d'imposer les gains en capital, elle commence par examiner les incidences sur la prise de risque, l'objectif politique étant de maintenir la neutralité des décisions d'investissement (elles doivent être uniquement motivées par des facteurs de marché et non par des considérations fiscales). Les autorités estiment en effet que les questions de fiscalité ne doivent pas affecter la sensibilité au risque de l'investisseur. En d'autres termes, l'imposition des plus-values ne doit pas en théorie dissuader (ni encourager) l'agent à effectuer un placement non sécurisé.

La Nouvelle-Zélande fait observer que, lorsque la déduction intégrale des pertes est possible, l'impôt sur les plus-values devrait avoir une incidence positive sur l'investissement risqué, car cela permet de répartir les risques, ce qui ne serait pas envisageable par l'interaction normale des mécanismes de marché. Cela s'explique par le fait que l'État devient alors au fond un « associé passif » au projet d'investissement. Si ce projet se révèle fructueux, l'administration perçoit un revenu supérieur puisqu'elle qu'elle taxe une plus-value plus importante. Dans le cas contraire, l'investisseur pourra immédiatement imputer la moins-value sur les autres revenus, réduire son impôt, et partager ainsi ses pertes avec l'État. Les pouvoirs publics assumant une part du risque, l'investisseur prendra un risque moindre que celui qu'il était prêt à assumer. Il sera donc incité à augmenter sa part d'actifs risqués.

Toutefois, en pratique, imposer les gains en capital incite à reporter les gains sur des actifs dont la valeur a augmenté et à réaliser immédiatement les pertes sur les actifs dont le prix a chuté, ce qui encourage la planification fiscale et menace d'éroder l'assiette d'imposition. Cette situation pourrait être évitée en imposant les plus-values latentes, ce qui risquerait cependant de générer des inexactitudes et d'importants coûts de discipline fiscale. Une autre approche utilisée pour remédier à cette distorsion et protéger l'assiette d'imposition est de cantonner les moins-values de telle manière qu'elles ne puissent être imputées que sur des revenus de même nature (plus-values imposables)¹⁰. L'État impose alors pleinement les profits tirés de la prise de risque, sans compenser totalement les pertes. Cela a pour effet de réduire le rendement des placements et incite l'investisseur à se détourner des actifs les plus risqués (dans une moindre mesure cependant que si l'État ne permettait aucune déduction de moins-values). La prise de risque est donc moindre que celle qui existerait en l'absence d'imposition. Cela étant, on estime en Nouvelle-Zélande que ne pas disposer d'un système complet et distinct d'imposition des plus-values minimise l'influence des considérations fiscales sur les placements non sécurisés.

Cette considération passe pour avoir eu une influence déterminante sur la décision de ne pas imposer les plus-values.

L'approche du Royaume-Uni a consisté à identifier des « biens d'entreprise » (« business assets ») spécifiques (plutôt que de se concentrer sur les actifs risqués *per se*) et d'encourager l'investissement sur ces supports en prévoyant un régime fiscal plus favorable. Les actifs ciblés sont ceux qui sont susceptibles de souffrir d'un investissement insuffisant, du fait d'externalités positives dont l'investisseur ne bénéficie pas, ou d'autres défaillances de marché, telles que des asymétries d'information.

Le Royaume-Uni explique que son système d'imposition des plus-values permet d'imputer certaines pertes (provenant de la cession d'actions de certaines sociétés commerciales non cotées) sur le revenu ordinaire. Ce dispositif vient compléter le régime général qui permet, par report en avant, d'imputer les moins-values sur les gains en capital actuels et futurs. L'abattement progressif (« taper relief ») pratiqué dans ce pays vise à encourager l'investissement sur certains biens d'entreprise, y compris des actifs utilisés pour l'exploitation d'une société, les actions de sociétés non cotées ainsi que, dans la plupart des cas, les participations au capital de leur employeur.

En outre, certains placements en actions hautement risquées émises par les PME peuvent bénéficier d'une exonération de l'impôt sur les plus-values. En particulier, le dispositif EIS (« Enterprise Investment Scheme ») exonère, sous certaines conditions, la cession d'actions de sociétés satisfaisant aux critères de ce programme et permet de reporter l'impôt sur les gains dégagés par tout actif sur un placement dans une société de ce type. En outre, le Venture Capital Trust Scheme exonère sous certaines conditions les plus-values d'actions d'une entreprise qui investit elle-même dans de petites sociétés non cotées. Enfin, l'impôt sur les plus-values est reporté lors de la cession de certains biens d'entreprise, et notamment des actions de sociétés non cotées, ou lorsque le produit de la vente est réinvesti sur de nouveaux actifs satisfaisant aux critères du dispositif.

En Australie, l'analyse économique des avantages et des inconvénients des différentes stratégies fiscales inclut des éléments quantitatifs et qualitatifs. Elle comprend notamment une consultation avec les parties prenantes sur les effets possibles de ces systèmes, y compris sur la prise de risque. La décision de l'Australie d'accorder un traitement préférentiel aux plus-values (taux d'inclusion de 50 %) s'expliquait notamment par le fait que l'investissement en capital est généralement plus risqué.

Les responsables politiques espagnols ont pour leur part estimé qu'imposer les plus-values à long terme à un taux préférentiel (proportionnel) plutôt qu'au taux ordinaire de l'impôt sur le revenu (taux progressif) doperait l'investissement sur des activités risquées. Au Canada, seule la moitié des plus-values réalisées est intégrée à l'assiette d'imposition. Le régime fiscal des gains en capital intègre ainsi l'idée qu'une inclusion totale pourrait avoir plusieurs résultats indésirables, et réduire notamment la prise de risque¹¹. De plus, l'impôt sur les plus-values dégagées par des placements sur certaines petites sociétés peut être différé si le produit de la cession est réinvesti sur d'autres placements du même type. Enfin, l'imposition des plus-values réalisées dans les régimes d'épargne et les régimes d'épargne enregistrés est généralement reportée jusqu'à ce que les sommes soient retirées du plan¹².

La décision prise par la République tchèque d'exonérer les gains en capital sur les valeurs détenues durant plus de six mois se fonde sur une évaluation qualitative selon laquelle ce régime encouragerait l'investissement à long terme et dissuaderait les transactions spéculatives. Décision a néanmoins été prise de cantonner les pertes en

capital afin d'éviter une prise de risque excessive et de contrer dans le même temps les stratégies d'évasion fiscale.

Le Danemark, la Finlande et l'Allemagne indiquent que pendant longtemps, la question de la prise de risque n'est pas entrée en ligne de compte dans les décisions concernant la fiscalité des plus-values. C'est également le cas aux Pays-Bas, bien que les autorités néerlandaises aient indiqué qu'il n'existe aucune raison pour ne pas prendre cet aspect en compte.

2.2. Incidence possible de l'impôt sur les plus-values sur le coût du capital et la politique financière des entreprises

En plus d'influencer les choix de portefeuille des ménages, les différents taux d'imposition qui s'appliquent aux intérêts, aux dividendes et aux plus-values peuvent avoir une incidence sur le coût du capital et, partant, sur les décisions de l'entreprise, et notamment sur sa politique de distribution et à sa politique financière. Un taux d'imposition des plus-values plus faible que celui des dividendes pourrait, par exemple, dissuader les sociétés de distribuer leurs bénéfices sous la forme de dividendes et les inciter plutôt à racheter leurs actions. Lorsque les rachats d'actions sont limités et que l'entreprise préfère, pour des raisons fiscales, conserver ses bénéfices, les différents taux d'imposition peuvent avoir une incidence négative et empêcher une allocation efficiente du capital.

L'imposition des plus-values peut influencer sur la politique financière des sociétés en affectant le coût relatif des diverses sources de financement (emprunts, bénéfices mis en réserve et nouvelles émissions d'actions), coût qui est lui-même fonction du régime fiscal de « l'actionnaire marginal ». La section a) aborde l'incidence possible de l'impôt sur les plus-values sur le coût du capital, la politique financière des entreprises et l'investissement ; la section b) présente des évaluations par pays de ces effets. Un complément d'analyse est proposé à l'annexe D.

a) Examen des effets possibles

L'imposition des rendements de placement des actionnaires, et notamment des plus-values, peut influencer sur le comportement des entreprises en matière d'investissement et soulever dans certains cas des problèmes d'ordre politique¹³. Par exemple, un taux d'imposition effectif des plus-values relativement élevé peut accentuer une distorsion fiscale favorisant le financement par emprunt avec déductibilité des intérêts. Cela peut poser un problème si les ratios dettes/actifs sont relativement élevés, faisant planer le spectre d'une instabilité des marchés financiers¹⁴.

Le modèle de politique financière dit « de la défaillance » (« bankruptcy model ») prévoit que le coût après impôt du financement par emprunt est généralement plus faible que celui des autres sources de financement (bénéfices mis en réserve et émission d'actions nouvelles), du moins lorsque les ratios dettes/actifs sont faibles, et ce en raison de la déductibilité fiscale des intérêts. Cela tend à en faire une solution relativement intéressante par rapport au financement par augmentation de capital, du moins pour les entreprises rentables qui peuvent demander une déduction des intérêts. Lorsque le ratio dettes/actifs est plus élevé, le taux d'intérêt appliqué à l'entreprise augmente lui aussi, reflétant le risque supplémentaire supporté par les créanciers qui craignent que la trésorerie de l'entreprise ne soit insuffisante pour couvrir ses charges financières. Pour restreindre au minimum le coût du financement de l'entreprise, les dirigeants pourront emprunter des montants supplémentaires en vue de financer de nouveaux investissements.

Ils procéderont ainsi jusqu'à ce que le taux d'intérêt après impôt des fonds empruntés soit, à la marge, tout juste équivalent au coût en flux des bénéfices mis en réserve, qui est généralement la deuxième source de financement la moins onéreuse, et ce, dans l'hypothèse d'une situation « normale » où le taux d'imposition effectif des plus-values est inférieur à celui des dividendes¹⁵. Selon ce modèle, introduire l'imposition des plus-values ou en augmenter le taux devrait relever le seuil de ratio dettes/actifs auquel les bénéfices mis en réserve deviennent une source de financement moins onéreuse que les obligations.

Outre le risque que les distorsions fiscales n'aggravent l'instabilité des marchés financiers, des systèmes fiscaux ou des réformes favorisant un financement par emprunt pourraient également poser un problème lorsque, pour financer des investissements de niveau national, on privilégie le marché national des actions par rapport aux marchés obligataires internationaux. Plus généralement, selon le traitement qu'elle accorde aux plus-values, aux dividendes et aux intérêts, la réglementation fiscale peut fausser les décisions des entreprises quant au mode de financement de leurs investissements, ce qui amène les pouvoirs publics à envisager un régime plus neutre.

En plus de fausser le choix des entreprises entre les sources marginales de capitaux, l'imposition du rendement du capital peut influencer sur les décisions des entreprises quant à la proportion d'investissements à effectuer, compte tenu de la nécessité que le rendement du placement couvre le coût de financement. En d'autres termes, la politique d'imposition des plus-values, comme celle qui s'applique aux dividendes, peut avoir une incidence sur le niveau des investissements, et non pas simplement sur le montage utilisé pour les financer, en influant sur le coût moyen pondéré des fonds. Réduire le taux d'imposition sur le rendement des actions, et notamment sur les plus-values, peut conduire à une augmentation de l'investissement, pour autant que la réforme réduise le coût du capital utilisé pour financer l'investissement supplémentaire.

Il se peut également que la structure relative de l'impôt sur les plus-values influe sur le moment où les investissements sont réalisés (par opposition à leur montant). Lorsque l'impôt national supporté par l'actionnaire est intégré dans le cours de l'action, les bénéfices mis en réserve devraient être la source de capitaux la moins onéreuse, par rapport à une nouvelle émission d'actions, pour autant que le taux d'imposition effectif des plus-values soit inférieur à celui des dividendes. Le taux effectif d'imposition des plus-values peut-être faible, en raison des dispositions réglementaires (par exemple, application d'un taux d'imposition préférentiel pour les plus-values imposables ou inclusion partielle dans l'assiette d'imposition), des possibilités de report, ou de l'association de ces deux facteurs. En conséquence, les dirigeants seraient dissuadés de lever de nouveaux capitaux pour financer un projet donné, préférant utiliser les bénéfices qui sont et seront mis en réserve. En d'autres termes, certains projets d'investissement pourront être retardés lorsque les règles fiscales qui s'appliquent aux plus-values encouragent la croissance organique et diffèrent ou découragent l'augmentation de capital.

L'incidence de l'impôt sur les plus-values sur le coût du capital dépendra de son intégration ou non, et du degré de cette intégration dans le cours des actions et, le cas échéant, du régime fiscal de l'« actionnaire marginal », puisque la plupart des systèmes prévoient une imposition différente en fonction du type d'actionnaire. Les résultats qui découlent du modèle de capitalisation fiscale, modèle qui souligne l'incidence de la fiscalité supportée par l'actionnaire, peuvent s'appliquer à des situations relevant davantage d'une économie fermée (où, par exemple, les investisseurs locaux financent le

démarrage de l'entreprise) où les épargnants imposables nationaux sont les apporteurs de capitaux marginaux. Dans un tel contexte, les taux d'imposition supportés par les personnes physiques pour les plus-values et les dividendes devraient influencer sur le taux d'actualisation des entreprises, sur leur valeur de marché et sur leur comportement en matière d'investissement.

Lorsque des investisseurs institutionnels exonérés d'impôt, tels les fonds de pension, jouent un rôle clé dans la gestion de l'épargne des ménages, l'influence des taux d'imposition des particuliers sur le coût du capital devrait être moindre. Le degré d'ouverture des marchés financiers est une autre considération importante liée à cette question. Dans une « économie ouverte » où les entreprises nationales peuvent accéder librement aux marchés internationaux des actions, on ne peut s'attendre à ce que les taux d'imposition supportés par l'actionnaire au niveau national influent systématiquement sur le coût des capitaux ou sur les politiques financières ou d'investissement de la société (ce n'est plus vrai lorsque l'économie est suffisamment importante pour influencer sur le coût international du financement *via* des effets d'offre de capitaux).

Alors que les marchés financiers deviennent chaque jour plus ouverts, intégrés et mondialisés, la grille d'analyse fondée sur une économie fermée, ainsi que les résultats qui en découlent en matière de neutralité, auront sans doute une application plus limitée. Toutefois, les conclusions pour la politique fiscale qui découlent d'un modèle de « capitalisation fiscale » intégrant les taux d'imposition qui s'appliquent à l'actionnaire au niveau national pourront se révéler pertinentes, et jouer un rôle important, dans certains contextes. En effet, même dans les pays à économie ouverte, toutes les entreprises ne bénéficient pas d'un même accès aux marchés financiers internationaux. Pour les sociétés qui s'appuient sur des marchés financiers nationaux segmentés, les taux d'imposition supportés par l'actionnaire au niveau national peuvent influencer sur le coût du capital conformément aux prévisions du modèle de capitalisation fiscale.

La grille d'analyse sans doute la plus largement utilisée pour évaluer les conséquences possibles de l'imposition des personnes physiques sur le coût du capital est le modèle d'évaluation de la capitalisation fiscale utilisé par King (1974, 1977), Auerbach (1979), Fullerton et King (1984), Edwards et Keen (1984) et Sinn (1987, 1991). L'annexe C examine les conditions d'arbitrage qui sous-tendent le coût du capital des trois principales sources de financement de l'entreprise (emprunt, bénéfices mis en réserve et augmentation de capital). Elle aborde les implications que peuvent avoir les différents taux d'imposition applicables aux plus-values des particuliers, aux dividendes, aux intérêts et aux bénéfices¹⁶. Le coût du capital calculé à l'annexe C pour la situation où l'apporteur de capitaux marginal est un actionnaire national imposable, permet de calculer le taux « critique » de rentabilité du capital avant impôt qu'il faut dégager pour couvrir exactement les coûts de financement et les impôts de la société (lorsque la rente économique est épuisée).

Comparer les différents coûts du capital qui découlent des différentes sources de financement peut mettre en évidence l'incidence possible de l'imposition de l'actionnaire (c'est-à-dire de l'impôt sur les plus-values et de l'impôt sur les dividendes) sur la politique financière de l'entreprise. En particulier, lorsque, du fait de cette charge fiscale, le coût du capital est différent selon la source de financement, le système fiscal peut inciter les entreprises à choisir les sources les moins onéreuses. Ces résultats nous permettent d'examiner quels sont les taux d'imposition de l'actionnaire et des sociétés pour lesquels l'incidence du système fiscal est neutre sur la politique financière des

entreprises (c'est-à-dire que le coût du capital est identique quelles que soient les sources de capitaux, comme c'est le cas en l'absence d'imposition).

Le tableau 3.1 présente différentes expressions du coût du capital de type King-Fullerton (calculées à l'annexe D) pour un financement par emprunt, par émission de nouvelles actions et sur bénéfices mis en réserve. L'amortissement n'est pas pris en compte, afin de mieux souligner les conséquences de l'imposition du particulier sur le coût des capitaux (l'introduction de ce paramètre n'aurait aucune incidence sur le classement du coût du capital en fonction des différentes sources de financement). Dans le tableau 3.1, r représente un taux d'intérêt obligataire fixe, u le taux d'imposition (de droit commun) des bénéfices des sociétés, t_i le taux d'imposition qui s'applique aux intérêts des particuliers, t_c le taux d'imposition effectif des plus-values (taux actualisé) et t_{dp} le taux d'imposition des bénéfices distribués, net de toute déduction pour intégration accordée au particulier.

On peut interpréter de manière intuitive la formule du coût du capital présentée au tableau 3.1. Examinons tout d'abord le cas du financement par emprunt. Lorsque l'on peut appliquer une déduction sur l'impôt sur les sociétés, au titre du coût du financement par emprunt, et que les intérêts sont déductibles au même taux d'imposition u appliqué au revenu brut dégagé par les placements, l'incidence fiscale sera nulle sur le bénéfice marginal et le coût marginal de l'investissement. Ainsi, le coût du capital (ou le taux critique de rendement, qui mesure le taux de rendement avant impôt sur les bénéfices qui permet de couvrir exactement les coûts de financement de la société) est exactement égal au taux d'intérêt de marché r (on utilise ici une hypothèse simplifiée selon laquelle le capital physique ne subit aucune dépréciation ; le coût marginal associé à l'utilisation du capital physique correspondant simplement au coût de financement)

Tableau 2.3 :
Synthèse des mesures du coût du capital*

source de financement	taux critique de rendement avant impôt sur les sociétés (coût du capital)
emprunt (B)	r
émission d'actions nouvelles (NE)	$r(1-t_i)/(1-tdp)(1-u)$
bénéfices mis en réserve (RE)	$r(1-t_i)/(1-t_c)(1-u)$

*Cette formule se base sur un taux d'imposition des sociétés identique pour les bénéfices distribués et pour les bénéfices mis en réserve (par opposition au système dual).

Dans la plupart des systèmes fiscaux, l'entreprise ne peut déduire le coût des capitaux propres, contrairement à ce qui est le cas pour les intérêts. Ainsi, le coût des capitaux propres et le taux critique de rendement des investissements financés à la marge par les actionnaires imposables nationaux devrait être supérieur au taux d'intérêt du marché lorsque l'association de la charge fiscale des entreprises et des particuliers sur la rentabilité du capital est supérieure au taux d'imposition t_i des particuliers pour les intérêts dégagés d'un placement en obligations. Dans des systèmes proposant une intégration complète de l'impôt sur les sociétés et de l'impôt des particuliers, défalquant l'impôt des sociétés des distributions de bénéfices aux actionnaires imposables nationaux (par exemple par le biais de systèmes d'avoir fiscal intégral) de telle manière que le taux d'imposition global des dividendes soit égal au taux d'imposition des intérêts des personnes physiques, le taux de rendement critique sur les investissements financés par une nouvelle émission d'actions équivaut au taux d'intérêt du marché. Une intégration

partielle aboutit à une distorsion, le taux critique de rendement surpassant alors le taux d'intérêt. L'écart entre le taux critique et le taux d'intérêt est supérieur lorsque s'applique un régime classique (où aucune déduction pour intégration n'est applicable).

De même, lorsque des bénéfices non distribués engendrent des plus-values imposables pour l'actionnaire, le taux critique de rendement peut dépasser le taux d'intérêt du marché s'il n'existe aucun allègement empêchant une double imposition, ce qui implique une absence de neutralité, les bénéfices mis en réserve supportant d'une part l'impôt sur les sociétés et d'autre part une imposition du particulier sur les plus-values ainsi dégagées. On pourrait, pour minorer cette double imposition, autoriser les personnes physiques à réajuster l'assiette d'imposition de leurs actions d'un montant calculé au prorata de leur part d'impôt sur les sociétés (par rapport aux autres actionnaires) déjà acquittée sur les bénéfices non distribués. Plus simplement, on pourrait autoriser une inclusion partielle des plus-values. En outre, la possibilité offerte par un système fondé sur la réalisation de reporter l'imposition des plus-values en différant la vente des titres, implique une réduction de la charge fiscale globale sur les bénéfices mis en réserve. Si ce paramètre est pris en compte, le coût des bénéfices mis en réserve devient inférieur à celui que sous-tendrait le taux de droit commun appliqué aux plus-values.

Les résultats en matière de coût du capital, présentés au tableau 3.1, sont fonction de plusieurs hypothèses. L'une d'entre elles est que les actionnaires imposables nationaux sont les apporteurs marginaux de capitaux propres. Pour les entreprises qui, à la marge, lèvent des capitaux sur les marchés internationaux ou par le biais d'investisseurs non imposables, les taux d'imposition nationaux ne s'appliquent pas et ne devraient donc pas entrer en ligne de compte. En outre, lorsque les apporteurs de capitaux sont, à la marge, des contribuables nationaux imposables, il s'avère difficile de déterminer leur taux d'imposition. Il existe un problème d'ordre empirique quant à savoir si, dans chaque cas, le taux applicable est celui d'un investisseur soumis à la tranche d'imposition supérieure (c'est-à-dire un contribuable dont le taux marginal est le plus élevé d'un barème progressif). Les taux critiques calculés et les distorsions qu'ils impliquent peuvent surestimer l'influence de l'imposition personnelle sur les marges de politique financière lorsque le taux marginal supérieur d'imposition alourdit le taux payé par les actionnaires marginaux. Il faut également noter que, dans un système fondé sur la réalisation, le taux d'imposition effectif des plus-values dépendant de la durée de conservation des actions, il convient, pour définir un taux d'imposition effectif « représentatif », de sélectionner une durée de détention type ou moyenne, ce qui peut se révéler relativement arbitraire.

Le modèle se fonde sur deux autres postulats : premièrement, les actionnaires ne peuvent, pour les bénéfices distribués, éviter l'impôt sur les dividendes et deuxièmement, ils n'anticipent pas de modification de ces taux. Lorsque l'impôt sur les dividendes ne peut être évité, le coût des bénéfices non distribués est indépendant du taux d'imposition des dividendes (l'effet de ce dernier s'annule, l'impôt sur les dividendes étant appliqué que les bénéfices après impôts sur les sociétés soient immédiatement versés et placés en obligations ou qu'ils soient réinvestis et l'impôt sur les dividendes prélevé sur le versement futur des bénéfices)¹⁷. Le coût brut afférent à l'émission de nouvelles actions est calculé en utilisant le taux d'imposition des dividendes mesuré net d'imputation, dans l'hypothèse où l'impôt sur les dividendes est prélevé sur les bénéfices futurs découlant des nouveaux capitaux de l'entreprise, mais évité lorsque l'on place l'épargne externe à l'entreprise sur des obligations plutôt que sur des actions.

Lorsque les impôts sur les dividendes peuvent être évités, ou que des modifications du taux d'imposition des dividendes (ou des plus-values) sont anticipées, les résultats en

matière de coût de capital et de neutralité seront différents de ceux qui précèdent. Toutefois, lorsque l'on ne peut échapper à une imposition des dividendes, qu'aucune modification des taux d'imposition n'est anticipée et que les investisseurs nationaux sont des apporteurs de fonds marginaux, ce modèle peut guider la formulation de la politique fiscale.

b) Évaluation par pays de l'incidence de l'impôt sur les plus-values sur le coût du capital et la politique financière des entreprises

Le questionnaire demande aux différents pays si l'on tient compte des influences possibles d'une imposition des plus-values sur la prise de risque des ménages lors de l'élaboration des politiques fiscales et, le cas échéant, selon quelles modalités. Il les invite également à aborder la question de l'incidence de l'imposition des plus-values sur les politiques de distribution des sociétés.

Les États-Unis évoquent le problème politique que pose l'imposition des plus-values sur actions, pratique qui contribue à la double imposition des bénéfices des sociétés et qui dissuade les investissements sur fonds propres, y compris ceux financés par émission de nouvelles actions. En outre, imposer les plus-values à des taux inférieurs à ceux s'appliquant aux dividendes et la possibilité de mobiliser plus tôt les ressources correspondantes encouragent les entreprises à redistribuer les bénéfices aux actionnaires en procédant à des rachats d'actions plutôt qu'au versement de dividendes. Afin d'illustrer l'incidence de ces considérations sur la formulation de la politique fiscale, les États-Unis notent que la baisse récente du taux d'imposition des dividendes et des plus-values était motivée dans une large mesure par les distorsions provoquées par la double imposition des bénéfices des sociétés. Ce taux minoré s'applique désormais aux dividendes et aux plus-values, ce qui réduit les incitations à distribuer les bénéfices par rachat d'actions plutôt que par versement de dividendes. La précédente loi prévoyait en comparaison un taux d'imposition moins élevé pour les plus-values que pour les dividendes. Cette disposition réduit également les avantages fiscaux associés au financement par emprunt par opposition au financement par augmentation de capital.

Dans sa réponse au questionnaire, la Suède explique que, durant le mandat de quatre ans du gouvernement de coalition non socialiste, immédiatement après l'importante réforme fiscale de 1990-91, un des principaux objectifs de la politique fiscale aura été d'atténuer la double imposition des bénéfices des entreprises en vue de parvenir à une position neutre au regard des particuliers (c'est-à-dire, d'envisager indifféremment les revenus d'intérêts et de dividendes). C'est pourquoi le taux d'imposition des dividendes avait été fixé à zéro (c'est-à-dire que les bénéfices générés par l'entreprise n'étaient imposés qu'une seule fois, au niveau de la société). Le gouvernement estimait toutefois qu'un taux positif devait être appliqué aux plus-values.

De ce fait, au cours de l'année 1994, la Suède appliquait des taux positifs (bien que différents) sur les intérêts et les plus-values perçus par les particuliers et un taux nul sur les dividendes (ce qui impliquait une double imposition des bénéfices non distribués). On estimait que l'importance des effets de « blocage » – à savoir, des incitations fiscales à la distribution des bénéfices sous forme de dividendes, sous-tendant l'utilisation d'une quantité importante d'actions nouvelles à des fins de financement – était mineure au regard des pertes d'efficacité accompagnant la double imposition des bénéfices distribués.

Le cadre théorique utilisé pour évaluer et justifier cette politique (fondé sur le modèle King-Fullerton, selon lequel l'existence de différents postulats quant à la source marginale de financement conduit à des conclusions politiques différentes) partait du principe que le taux de rentabilité requis au niveau international n'avait aucune influence sur celui nécessaire aux PME suédoises. En d'autres termes, les petites et moyennes entreprises évoluaient dans des conditions d'économie fermée, ce qui impliquait notamment que les taux d'imposition nationaux des particuliers auraient une incidence sur le coût du capital des entreprises.

Au milieu des années 90, le cadre théorique sous-tendant les décisions de politique fiscale de la Suède (une nouvelle fois basé sur le modèle King-Fullerton) a repris comme hypothèse celle d'une économie ouverte de petite taille, au sein de laquelle les PME elles-mêmes sont influencées par le taux de rentabilité requis au niveau international, ce qui impliquait que les taux d'imposition nationaux n'ont aucune incidence sur le coût du capital. En revanche, les taux d'imposition sur les différents types d'épargne passaient pour n'influencer que les décisions d'allocation de portefeuille des ménages et, partant, la structure de propriété des actifs. S'appuyant sur ces conclusions, le gouvernement socialiste a alors réintroduit les règles de l'importante réforme fiscale de 1990-91, en instaurant en 1995 un taux d'imposition proportionnel distinct pour tous les revenus du capital (dividendes, plus-values et intérêts), qui est toujours en vigueur aujourd'hui.

Selon les responsables politiques du Royaume-Uni, l'impôt sur les plus-values ne devrait exercer qu'une influence très limitée sur la politique financière des sociétés. Dans une économie ouverte de petite taille exonérant les dividendes et les plus-values des fonds de pension et des non-résidents, l'investisseur marginal sera sans doute exonéré (ce qui implique que le coût des capitaux est indépendant de l'impôt national sur les plus-values). La plupart des placements infra-marginaux sont également exonérés lorsque l'on tient compte du seuil annuel d'exonération des plus-values, du taux d'imposition effectif de 0 % sur les dividendes pour les contribuables assujettis au taux réduit ou au taux de base (voir la section 3.2) et des comptes d'épargne défiscalisés de type ISA (voir section 1.4).

Les éventuels problèmes de partialité du système fiscal sont évalués au moyen d'une grille d'analyse permettant de mesurer le taux d'imposition effectif de différentes formes de revenu du capital (par exemple, plus-values/dividendes), de différents types d'actifs (par exemple, biens immobiliers/entreprises), de différents types de contribuables (selon par exemple, qu'ils sont soumis à la tranche d'imposition la plus élevée ou au taux de base et que leurs cessions sont supérieures ou inférieures au seuil d'application de l'impôt sur les plus-values) et des diverses formes juridiques d'entreprise (par exemple entreprise individuelle ou société à responsabilité limitée). Ce modèle est utilisé pour évaluer si les changements d'orientation proposés peuvent accentuer les éventuels problèmes de partialité ; il tient compte du fait que ces effets peuvent être limités (en raison de l'ouverture du marché financier et du rôle important des investisseurs institutionnels).

Le Royaume-Uni explique que l'un des objectifs clés du système d'abattement progressif prévu pour les plus-values est d'encourager la participation au capital de petites et moyennes entreprises, au vu des difficultés qu'elles rencontrent pour lever des capitaux. Par des incitations à investir durablement dans de jeunes entreprises, les autorités espèrent également que les investisseurs individuels s'impliqueront à long terme dans leur placement et proposeront non seulement un financement mais aussi des conseils, un accès à certains services, etc.

La Finlande et la Norvège indiquent qu'elles ont également analysé les distorsions fiscales affectant la politique financière des entreprises via des modèles d'évaluation de la

capitalisation fiscale inspirés de celui de King-Fullerton. La réforme fiscale engagée en Finlande au début des années 90, qui impliquait de passer à un système dual d'imposition, de baisser les taux d'imposition des sociétés et des revenus du capital et d'introduire un avoir fiscal, visait à établir une plus grande neutralité fiscale quant aux décisions de financement. C'est le modèle King-Fullerton qui a été utilisé pour identifier les distorsions existantes avant la réforme.

De même, les distorsions fiscales qui peuvent affecter la politique financière sont un des principaux enjeux ayant influé sur la réforme fiscale engagée en Norvège en 1992. Son axe principal était de parvenir, pour les entreprises comme pour les personnes physiques, à une imposition neutre des revenus du capital (un autre objectif étant d'éliminer les effets de « blocage » évoqués à la section 1.2). Cette réforme a eu entre autres conséquences d'instaurer un système permettant d'éviter soit une double imposition des dividendes (imputation complète), soit une double imputation des plus-values (système RISK). L'objectif politique de neutralité fiscale en matière de politique financière trouvait encore écho dans le nouveau « modèle actionnarial » régissant l'imposition des revenus de l'actionnaire (plus-values et dividendes)¹⁸.

L'Australie calcule également les taux d'imposition effectifs afin d'évaluer les implications pour la fiscalité de l'actionnaire (marginal) d'un financement par emprunt, par émission de nouvelles actions ou par utilisation des bénéfices mis en réserve. Les distorsions possibles eu égard à la politique financière des sociétés ont également joué sur les décisions de l'Australie en matière d'imposition des plus-values, et notamment sur l'application d'un taux effectif préférentiel pour les gains en capital provenant d'actifs conservés au moins 12 mois. Ce régime vise à promouvoir une plus grande efficacité économique des décisions financières, en réduisant le coût du capital et en encourageant l'investissement.

La Nouvelle-Zélande précise qu'elle utilise également la méthodologie King-Fullerton pour analyser ces éventuelles distorsions fiscales. Les résultats de ces travaux sont intégrés à l'analyse des avantages et inconvénients des différentes stratégies fiscales, et jouent notamment sur la décision d'imposer ou non les plus-values. Selon les autorités néo-zélandaises, cela inciterait les sociétés à moins utiliser les bénéfices non distribués. Toutefois, une telle distorsion pourrait venir compenser d'autres tendances privilégiant le financement par émission d'actions, ce qui pourrait aboutir à une plus grande neutralité, eu égard à l'imposition des plus-values. Cependant, appliquer des taux d'imposition différents pour les sociétés et les personnes physiques fausserait et compliquerait considérablement la politique financière des sociétés. Il est extrêmement difficile d'évaluer l'incidence nette globale de l'imposition, et notamment celle qu'aurait sur ces décisions une imposition des plus-values. Ainsi, les effets possibles de l'imposition des plus-values sur le coût du capital ne jouent pas de manière décisive sur la décision des pouvoirs publics d'y recourir ou non.

Toutefois, la Nouvelle-Zélande souligne le fait que la décision de ne pas imposer les plus-values peut avoir différentes conséquences pratiques. Par exemple, la distinction faite entre revenu de capital (« income on capital account ») et revenu d'activité (« income on revenue account ») encourage les agents à présenter des revenus à caractère professionnel comme des revenus du capital. Le rachat d'actions illustre bien ce mécanisme. Plutôt que de distribuer les bénéfices aux actionnaires en leur versant un dividende (soumis à un niveau d'imposition positif, dans l'hypothèse où l'avoir fiscal est insuffisant), une société pourra racheter des actions à une valeur équivalente à ce dividende. La participation relative des actionnaires est maintenue et une distribution

perçue sous forme de revenu du capital, qui est donc non imposable en l'absence d'impôt sur les plus-values. En conséquence, la société est incitée au financement par émission d'actions plutôt que par emprunt, car elle peut ainsi bénéficier d'un régime fiscal favorable. Afin de protéger l'assiette d'imposition, des lois ont été votées pour imposer ces activités. Toutefois, l'existence même de cette distinction a toujours pour effet d'encourager de tels procédés.

En République tchèque, les contribuables n'ont pas soulevé la question de l'incidence possible de l'impôt sur les plus-values sur la politique financière ; elle n'a pas non plus été traitée par les responsables politiques. Le manque d'intérêt des sociétés imposables pour cette question semble indiquer que le coût du capital est indépendant du taux d'imposition des plus-values, ce qui n'est pas surprenant étant donné qu'une exonération est prévue pour les valeurs mobilières conservées durant 6 mois ou plus. Aux Pays-Bas, aucune relation n'a été soulignée entre les décisions de politique financière des entreprises et l'imposition des plus-values des personnes physiques résidentes. Les éventuelles distorsions fiscales n'ont donc pas été prises en compte lors de la conception du nouveau système d'imposition des revenus du capital (qui est cohérent avec le coût du capital défini sur les marchés financiers internationaux). Toutefois, les responsables politiques estiment que l'imposition des plus-values n'influence pas les décisions financières des entreprises et que le financement par emprunt n'est nullement favorisé.

Enfin, l'Espagne indique que la refonte de son système d'imposition en 1996 n'a pas abordé explicitement les distorsions fiscales susceptibles d'affecter la politique financière des entreprises. Cependant, le fait de considérer que certaines opérations financières génèrent des revenus du capital ou des plus-values explique certaines décisions de politique fiscale et modifications juridiques apportées à la réglementation de l'impôt sur le revenu. Le Portugal indique avoir tenu compte de l'incidence possible de l'imposition des plus-values sur la politique financière des sociétés lors de son instauration à l'occasion de la refonte de l'impôt sur le revenu de 1989.

Encadré 2.1.**Évaluation par la Nouvelle-Zélande de l'incidence de l'imposition des plus-values sur les décisions financières des entreprises**

Pour évaluer ce paramètre, la Nouvelle-Zélande commence par examiner quelles sont les incitations qui influent sur leurs choix de financement en l'absence d'imposition. Sans impôt sur les plus-values, et au vu du système d'imputation total qui existe dans ce pays, l'entreprise n'est nullement encouragée à financer ses opérations par emprunt plutôt que par l'émission de nouvelles actions (dans l'hypothèse où il existe un arbitrage égalisant le rendement net d'impôts et où il s'agit d'une économie fermée). Les investisseurs n'opteront pour l'émission de nouvelles actions que si le rendement qui en découle est au minimum équivalent au taux d'intérêt. Si l'investissement permet ce rendement pour l'entreprise et que tous les bénéfices sont distribués, le cours de l'action demeurera identique. Si l'on opte pour un financement par emprunt, le rendement minimum sera annulé (compensé) par les intérêts versés et la société n'en tirera aucun avantage supplémentaire. En conséquence, le cours de l'action ne s'en trouvera pas non plus modifié.

En l'absence d'imposition des gains en capital, rien ne favorise donc le recours à l'augmentation de capital ou l'utilisation de bénéfices non distribués (pour autant que les taux d'imposition des personnes physiques et de la société soient identiques et qu'il existe un avoir fiscal). Dans un système d'imputation total, les impôts payés au niveau de l'entreprise peuvent être imputés sur l'impôt dû par le particulier. Ainsi, lorsque les bénéfices sont distribués (et que l'on recourt à l'émission de nouvelles actions) ou conservés par l'entreprise, leur rendement après impôt sera le même pour l'actionnaire. La société n'ayant pas de préférence entre l'emprunt ou l'augmentation de capital, ni entre l'émission de nouvelles actions et les bénéfices mis en réserve, il s'ensuit qu'elle éprouvera la même indifférence entre l'utilisation des bénéfices non distribués et l'emprunt.

Si le taux marginal d'imposition des actionnaires (marginiaux) est supérieur au taux qui s'applique à l'entreprise, il se trouvera dans une situation plus favorable si la société décide de mettre en réserve les bénéfices (exclusivement soumis à l'impôt sur les sociétés) plutôt que de les distribuer et de lever de nouveaux capitaux. Cela s'explique par le fait que les distributions seraient imposées effectivement au taux marginal supérieur d'imposition et que les investisseurs disposeraient donc de moins de fonds à placer que ce que devrait investir l'entreprise si elle ne procédait à aucune distribution. Réciproquement, si les actionnaires étaient imposés à un taux marginal inférieur à celui qui s'applique à la société, ils jouiraient d'une situation plus confortable si les bénéfices étaient distribués (dans l'hypothèse d'une imputation complète). La société ne sera incitée à distribuer les bénéfices (et donc à procéder à une nouvelle augmentation de capital) que si la majorité des actionnaires sont soumis à un taux marginal d'imposition supérieur à celui qui s'applique à l'entreprise (elle sera encouragée à les conserver si ce taux est plus faible).

Si la société n'est pas en mesure d'affecter un avoir fiscal au paiement des dividendes, elle sera encouragée à conserver ses bénéfices (les incitations sont ici identiques à celles qui existent dans un système fiscal classique). Si une entreprise perçoit un revenu provenant d'un placement à l'étranger, et y est imposée, elle ne sera pas imposable sur ce revenu en Nouvelle-Zélande. En conséquence, les actionnaires bénéficieront d'un avoir fiscal sur les distributions afférentes à ce revenu. Dans cette situation, une entreprise peut utiliser la totalité du revenu après impôt pour financer des investissements, alors que les actionnaires seraient imposés une nouvelle fois sur la distribution et disposeraient donc d'un moindre montant à réinvestir.

Dans son évaluation, la Nouvelle-Zélande aborde ensuite les incitations qui existent pour l'entreprise lorsque l'on introduit un impôt sur les plus-values. Dans l'hypothèse où il existe un avoir fiscal positif, il apparaît que les actionnaires seront moins bien lotis si l'entreprise décide de conserver les bénéfices. Cela s'explique par le fait que les bénéfices non distribués sont intégrés au cours des actions. Si une société choisit de conserver ses bénéfices plutôt que de les distribuer, le cours de l'action progressera en conséquence. Ainsi, dans l'hypothèse où plusieurs actionnaires vendront leurs actions durant chaque période, ils seront imposables sur le gain en capital résultant de l'appréciation du titre. La société trouvera alors intérêt à financer ses opérations par emprunt ou à procéder à une augmentation de capital.

Enfin, partons de l'hypothèse que le solde de l'avoir fiscal est insuffisant. Comme on l'a vu, en l'absence d'impôt sur les plus-values, cette situation favorisera l'utilisation des bénéfices non distribués. L'introduction d'une imposition des plus-values aura pour effet de réduire cette distorsion.

La Nouvelle-Zélande en conclut qu'un impôt sur les gains en capital amène les entreprises à moins utiliser les bénéfices mis en réserve, faussant ainsi leur politique financière¹⁹. Toutefois, il peut dans certains cas compenser une distorsion existante favorisant les bénéfices mis en réserve. En outre, l'existence de taux d'imposition différents pour les personnes physiques et les sociétés modifiera également la politique financière de la société ; l'impôt sur les plus-values viendra accentuer ou minorer ces distorsions. Il est difficile d'évaluer l'incidence globale de la fiscalité des gains en capital sur les décisions de financement des sociétés ; ce facteur n'a donc pas joué un rôle important dans la décision de la Nouvelle-Zélande d'imposer ou non ce revenu.

Notes

- ¹ L'imposition de l'épargne des ménages peut avoir une incidence sur le volume total de l'épargne privée. Elle peut également influencer sur l'allocation du portefeuille de l'investisseur entre actifs sûrs et risqués ainsi que sur la répartition entre les divers actifs risqués.
- ² Les courbes d'indifférence de l'investisseur, reliant les points d'indifférence entre la richesse finale aux états I et II, sont fixes (l'impôt influe sur la richesse finale mais non sur les préférences de l'investisseur quant à la richesse finale aux deux états). La droite de budget se contractant avec l'introduction de l'impôt, sans toutefois se déplacer, et la courbe demeurant inchangée, le point d'équilibre reste identique.
- ³ Dans les recherches menées sur cette question, la fraction (a) de richesse initiale investie sur l'actif risqué est désignée par le terme « prise de risque social », les investisseurs et l'administration étant considérés comme des partenaires partageant gains et pertes par l'intermédiaire du système fiscal. Dans ce rapport, nous utilisons simplement le terme « prise de risque ».
- ⁴ Pour approfondir cette question, voir l'exposé sur l'équation (C.32) à l'annexe C. Une élasticité de la richesse de $\eta=10$ implique que le niveau (et non pas le pourcentage) de demande pour les actifs risqués augmente de 10 % pour une augmentation de 1 % de la richesse initiale.
- ⁵ Cela sous-tend que le taux d'imposition effectif t des plus-values est de 1 % (reflétant le report de l'impôt imputé lors de la réalisation) et un rendement garanti de 10 % (ce taux important s'expliquant par une longue durée de conservation de l'actif). Dans cette hypothèse, la valeur critique d'élasticité de la richesse serait de $\eta^* \approx 1.1$.
- ⁶ Par exemple, une personne physique peut financer l'ouverture d'une installation de loisirs (par exemple un terrain de tennis) en vue d'en tirer en profit ou simplement à des fins de consommation (pour elle-même ou ses amis proches). Dans le premier cas, mais pas dans le second, l'administration peut souhaiter soutenir cette activité par le biais d'un traitement symétrique des pertes en capital. Une telle politique pourra mieux être appliquée si elle exige que les moins-values de cet investissement ne puissent être imputées que sur des plus-values de même nature. Permettre de déduire

les pertes en capital de gains provenant d'actifs non apparentés favorise les possibilités de subvention d'activités de consommation ; un régime encore plus avantageux aurait pour effet d'encourager davantage encore ces activités.

⁷ Dans le cas d'actifs multiples, il est a priori difficile de savoir si l'on peut utiliser la fraction de richesse totale investie sur l'ensemble des actifs risqués pour évaluer le degré de prise de risque (il convient de tenir compte de la covariance des rendements des actifs risqués). Sandmo (1977) montre que les résultats généraux du modèle à deux actifs restent vrais sans qu'il ne soit nécessaire de poser une hypothèse quant à la distribution de probabilités des rendements.

⁸ Voir Hendershott, Toder et Won (1991, 1992), Haliassos et Lyon (1993) et Gordon (1985). Notons également que bien qu'il génère certains effets aléatoires sur l'économie, un système d'imposition des plus-values prévoyant une déduction non plafonnée des pertes peut jouer un rôle de stabilisateur automatique, les effets positifs (négatifs) des plus-values (moins-values) sur l'économie étant atténués par la taxation des plus-values (ou l'imputation des moins-values).

⁹ Si, par exemple, le financement par capital-risque doit bénéficier du soutien de l'administration (par exemple pour parvenir à une masse critique d'apporteurs de capital-risque), mais qu'il est principalement pris en charge par des fonds de pension, des investisseurs étrangers ou d'autres investisseurs exonérés d'impôt sur les plus-values, il semble alors peu probable qu'un assouplissement des règles d'imputation des moins-values (ou qu'une réduction du taux d'imposition des plus-values) ait une incidence significative sur les placements risqués réalisés dans des domaines où existent des freins à l'investissement.

¹⁰ Comme l'a fait remarquer la Norvège, son système d'imposition (« RISK ») réduit l'incitation à aliéner des actifs ayant enregistré des moins-values et retarde la réalisation des plus-values.

¹¹ L'imposition des plus-values a également été minorée par la réduction du taux de droit commun de l'impôt sur le revenu (ces réductions s'appliquent aux autres revenus imposables et notamment aux intérêts perçus).

¹² Des exigences de retrait minimum sont applicables après 69 ans. Certains actifs générant des plus-values sont des placements acceptés dans les régimes enregistrés d'épargne retraite.

¹³ Les travaux empiriques menés par Schulman et al. (1996) démontrent, pour le Canada comme pour la Nouvelle-Zélande, que l'imposition des dividendes et des plus-values exerce bien une influence sur la politique financière des entreprises. Les auteurs ont ainsi constaté que l'avoir fiscal existant en Nouvelle-Zélande pour l'impôt acquitté par les sociétés sur les bénéfices distribués, ainsi que l'avoir fiscal sur les dividendes qui existe au Canada, ont eu pour effet de réduire les ratios d'endettement. Il semble que ce phénomène soit moins sensible au Canada, qui a introduit un impôt sur les plus-values parallèlement à l'adoption du crédit d'impôt imputable aux dividendes, la première mesure tendant à accroître le coût des capitaux propres (en particulier pour les bénéfices non distribués) et la deuxième à le réduire (émission de nouvelles actions).

¹⁴ Le fait que le ratio dette/actifs du secteur marchand d'un pays donné soit élevé peut être lié en partie au fait que le taux de droit commun de l'impôt sur les sociétés soit relativement fort (en comparaison avec d'autres pays), ce qui, en augmentant l'attrait des déductions d'intérêts, tend à faire de ce pays un lieu intéressant pour emprunter le

capital utilisé au niveau mondial. L'application de taux d'imposition élevés sur le financement par capitaux propres tend à aggraver cette situation.

- 15 Lorsque le taux de droit commun appliqué aux plus-values réalisées est égal à celui des dividendes, le taux d'imposition effectif des gains en capital peut être largement inférieur au taux d'imposition des dividendes. Cela s'explique par les possibilités de report d'impôt qui existent dans un système basé sur la réalisation (on peut par exemple différer l'impôt sur les plus-values en repoussant l'aliénation de l'actif).
- 16 Pour plus de simplicité, l'analyse part de l'hypothèse que le capital physique ne subit aucune dépréciation, ce qui implique que le rendement réel (physique) d'une unité de capital installé est constant dans le temps et ignore les incitations fiscales (par exemple les crédits d'impôt pour l'investissement). Ce régime n'a pas d'incidence sur les conclusions du modèle d'investissement néoclassique, y compris quant aux taux d'imposition de l'actionnaire et quant aux distorsions fiscales qui affectent la politique financière de l'entreprise du fait de la fiscalité supportée par l'actionnaire.
- 17 Il est possible d'éviter l'impôt sur les dividendes lorsque les rachats d'action sont autorisés et que les gains qui en découlent sont imposés en qualité de plus-values et non de distributions.
- 18 Pour plus d'informations sur le « modèle actionnarial », se reporter à la sous-section 1.2.d.ii) et à l'exposé de Sorensen (2003).
- 19 Comme on l'a vu dans le corps du texte, le système norvégien (« RISK ») est un système d'imposition des plus-values qui n'incite pas à se détourner de l'utilisation des bénéfices non distribués.

Chapitre 3.

À propos de la conception des systèmes d'imposition des plus-values

Ce chapitre traite de différentes problématiques liées à la conception des systèmes d'imposition des plus-values. Celles-ci concernent l'application des règles fiscales et leur incidence sur les recettes fiscales, le partage de la charge supportée par les différents groupes de contribuables, la diversification des portefeuilles et la prise de risque au sein de l'économie, le coût du capital investi ainsi que la politique financière et de distribution des entreprises. Les thèmes abordés sont les suivants : imposition des plus-values réalisées ou des plus-values latentes, utilisation du barème de l'impôt sur le revenu ou d'un régime distinct, traitement des moins-values (par exemple, cantonnement), possibilités de report, régime applicable aux gains provenant de la résidence principale et à la composante inflation des plus-values, traitement des plus-values sur des actifs détenus par des non-résidents et, enfin, considérations sur la transition entre régimes.

Les réponses des différents pays évoquent de nombreuses considérations relatives à la conception des règles d'imposition des plus-values. Elles abordent notamment leur portée, leur application et, en dernière analyse, leur incidence sur les ménages. Les thèmes abordés sont les suivants : imposition des plus-values réalisées ou des plus-values latentes, utilisation du barème de l'impôt sur le revenu ou d'un régime distinct, traitement des moins-values (par exemple, cantonnement), possibilités de report, régime applicable aux gains provenant de la résidence principale et à la composante inflation des plus-values, traitement des plus-values sur des actifs détenus par des non-résidents et, enfin, considérations sur la transition entre régimes. Les observations des pays ayant répondu à l'enquête sont présentées ci-après.

3.1. Imposition des plus-values réalisées ou des plus-values latentes

Tous les pays ayant répondu imposent au moins certaines plus-values dégagées par les ménages, la plupart se basant à cet effet sur les gains réalisés et non sur les gains latents. La Nouvelle-Zélande constitue une exception et impose le revenu latent des obligations d'entreprise¹.

Le système traditionnel, fondé sur la réalisation, tient compte des graves problèmes que poserait une imposition des revenus latents aux contribuables comme aux autorités fiscales, car il serait nécessaire d'évaluer périodiquement les actifs (ce qui impliquerait d'importants frais administratifs et de discipline fiscale lorsqu'il est difficile d'identifier sur quel marché déterminer leur juste valeur, comme par exemple pour certains biens incorporels ou les droits y afférents). Un système d'imposition des plus-values latentes pose également des problèmes de liquidité pour les contribuables qui, n'ayant pas suffisamment de disponibilités, sont contraints d'emprunter ou de vendre des actifs pour s'acquitter de l'impôt sur des plus-values constatées mais non réalisées.

3.2. Taux d'imposition applicable (IRPP ou système distinct d'IPV)

Selon les pays interrogés, le taux de droit commun sur les plus-values/moins-values, qu'il relève de l'impôt sur le revenu ou d'un système distinct d'imposition des gains en capital, peut influencer fortement sur les incitations à la planification fiscale. Un taux d'IPV supérieur ou inférieur au taux d'imposition des intérêts et dividendes peut également fausser les choix de portefeuille, ce qui pose des problèmes d'efficience.

La protection des recettes fiscales constitue un impératif politique pour tous les pays disposant d'un régime spécifique d'imposition des plus-values. Dans cette perspective, il apparaît qu'exonérer les gains incite les propriétaires exploitants, lorsqu'ils ont une activité effective dans leur propre entreprise, à convertir artificiellement leurs revenus de placement et leur revenu ordinaire en plus-values exonérées. Les autorités reconnaissent de plus que ce problème se pose non seulement lorsque les plus-values sont exonérées, mais également lorsque le taux d'imposition effectif des plus-values est sensiblement inférieur à celui qui est appliqué à d'autres formes de revenu.

Ainsi, dans l'optique de protéger l'assiette d'imposition, il peut être utile d'aligner le taux de droit commun des gains en capital imposables sur celui qui s'applique aux revenus de placement. Les pays permettant à leurs contribuables d'imputer un avoir fiscal total ou partiel sur les bénéfices distribués (dividendes) peuvent décider de procéder à une intégration symétrique de l'impôt qui s'applique, pour les personnes physiques et les sociétés, aux bénéfices non distribués (par exemple en procédant à une majoration du

coût d'acquisition des actions). Ils peuvent aussi décider de ne pas aligner les taux d'imposition des plus-values, dividendes et intérêts, au vu des possibilités qui existent, dans un système fondé sur la réalisation, d'alléger l'impôt en reportant l'aliénation. Il convient aussi de noter que les systèmes globaux d'imposition (non différenciés) qui appliquent le même taux aux plus-values réalisées, aux dividendes bruts et aux salaires (qui constituent alors un « revenu global ») offrent sans doute moins d'opportunités de planification fiscale que les systèmes d'impôt dual, dont la structure repose sur l'application de barèmes différents aux revenus du travail et aux revenus du capital (revenus de placement et plus-values).

La Suède explique que, dans son système dual d'imposition, le taux d'imposition des plus-values dégagées par des personnes physiques est aligné sur celui des revenus de placement (intérêts et dividendes) afin d'assurer une meilleure égalité de traitement et d'éviter les distorsions fiscales affectant le choix des actifs². On retrouve ce traitement symétrique des plus-values et dividendes dans le système « RISK » de la Norvège et dans le « système actionnarial » qui y sera introduit en 2006. L'Islande a également été séduite par l'idée d'un tel alignement des taux d'imposition. Ce pays applique aujourd'hui un taux d'imposition de 10 % sur les plus-values dégagées par les personnes physiques et sur les revenus du capital, y compris les intérêts et les dividendes (qui étaient auparavant soumis à un barème distinct), ceci afin d'empêcher l'évasion fiscale et de parvenir à une plus grande efficacité³.

Si les taux qui s'appliquent aux dividendes, aux intérêts et aux plus-values sont identiques mais ne sont pas alignés sur ceux qui concernent les revenus du travail, les autorités se trouveront en permanence confrontés à un problème d'évasion fiscale. Tel est le cas dans trois pays disposant de systèmes différenciés d'imposition : la Suède, l'Islande et la Norvège.

Comme la Suède le fait remarquer, il est impossible de supprimer la conversion, à des fins fiscales, de revenus du travail en gains en capital, son système imposant les revenus du travail selon un barème progressif et les revenus du capital à un taux forfaitaire. En vertu d'un tel système, certaines considérations fiscales peuvent inciter les contribuables à présenter, ou requalifier, des revenus du travail lourdement taxés sous forme de revenus du capital faiblement imposés. Ce problème de transfert de revenus est encore plus accentué pour les petites sociétés où un ou plusieurs propriétaires travaillent dans l'entreprise. C'est pourquoi des règles spécifiques s'appliquent à la fiscalité des sociétés ayant peu d'actionnaires. Une de leurs implications est que, après 5 ans de propriété « passive », le taux effectif de l'impôt sur les plus-values est très sensiblement abaissé par rapport au taux marginal de l'impôt sur les revenus du travail. Bien qu'il ait été clairement démontré que ce mécanisme est connu et fréquemment exploité, aucune réglementation spécifique n'est actuellement envisagée pour contrer cette forme de planification.

De même, l'Islande indique que, en pratique, il lui a souvent été difficile de traiter séparément les revenus du capital et le revenu ordinaire. Cette dernière catégorie y est soumise à un taux de 38,55 % alors que les revenus du capital sont, pour les personnes physiques, imposés à 10 %. Le taux de l'impôt sur les bénéfices des sociétés y est de 18 %. Ce système encourage certaines personnes physiques (par exemple, médecins ou artisans) à se constituer en société et leur en donne la possibilité. Ils peuvent ainsi percevoir un revenu qui, présenté comme un bénéfice, sera imposé à un taux cumulé de seulement 26,2 %, et non plus de 38,55 %, la différence (l'économie) étant alors supérieure à 12 %⁴. Cependant, avant de se verser un revenu sous la forme de bénéfices,

ces personnes morales sont tenues par la loi de déclarer un revenu personnel minimum, lui-même défini en fonction de leur profession. Celui-ci est imposé comme un revenu ordinaire.

En Norvège, l'introduction en 2006 du « modèle actionnarial » s'explique par la volonté de supprimer l'incitation fiscale qui existait dans l'ancien système RISK pour les propriétaires exploitants à se constituer en société et à percevoir leur revenu sous la forme de revenus du capital (plus-values ou dividendes) imposés au taux réduit de 28 %. Dans le « modèle actionnarial », les rendements supérieurs au revenu normal réalisés sous la forme de plus-values ou de dividendes seraient imposés à un taux effectif cumulé (impôt sur les sociétés et impôt sur le revenu) de 48.16 %, ce qui est largement supérieur au taux de 28 % du système RISK⁵. Dans le même temps, les tranches marginales supérieures de l'impôt sur le revenu vont être abaissées. Ces deux ajustements réduisant fortement la différence existant à la marge entre les taux d'imposition, l'incitation à convertir des revenus perçus en revenus du capital sera réduite à due concurrence.

Dans le système britannique actuel, les plus-values sont imposées au taux de l'impôt sur le revenu. De généreux allègements et exonérations sont toutefois prévus, avec notamment un système d'abattement progressif (« taper relief ») et un seuil annuel d'exonération⁶. L'introduction de nouveaux allègements visant à encourager l'épargne et promouvoir le développement des entreprises a contribué à une réduction de la part de l'IPV dans le PIB.

Au Danemark, les taux d'imposition cumulés sur les revenus d'actions et les bénéfices des entreprises correspondent approximativement au taux d'imposition marginaux sur les revenus du travail. Ce dispositif vise à empêcher une double imposition des propriétaires exploitants et également à éviter, afin d'échapper à l'impôt, que des revenus du travail ne soient présentés comme des revenus d'actions. Les autres revenus du capital (intérêts et revenus obligataires, etc.) sont imposés aux mêmes taux d'imposition marginaux que les revenus du travail. Ce régime préférentiel accordé aux revenus d'actions fausse les choix de portefeuille.

3.3. Cantonnement des moins-values

La possibilité pour le contribuable de choisir le moment de l'aliénation de ses actifs, et donc la période où les plus-values ou moins-values sont constatées, le flou qui entoure certaines cessions, ou encore l'utilisation du report d'imposition, sont autant de moyens pour l'investisseur de différer l'impôt sur les plus-values et d'imputer immédiatement les moins-values. De plus, les contribuables peuvent chercher à déguiser des activités de consommation (par exemple, l'exploitation d'une ferme d'agrément) en activités commerciales, les dépenses correspondantes étant alors présentées comme des pertes en capital. Plus les possibilités de déduction des moins-values sont nombreuses, plus de tels systèmes de planification sont encouragés. En conséquence, les autorités peuvent juger indispensable, pour protéger l'assiette d'imposition, d'instaurer des règles de « cantonnement » prévoyant que les moins-values puissent *uniquement* être imputées sur des plus-values (et, peut-être, sur d'autres types de revenus de placement). De telles mesures peuvent cependant décourager dans certains cas la prise de risque, inconvénient examiné à la section 2.1.

À l'exception de la Norvège, tous les pays qui ont répondu au questionnaire et qui disposent d'un système distinct d'imposition des plus-values cantonnent l'imputation de certaines moins-values, qui ne peuvent être déduites du revenu ordinaire. En Norvège, les

moins-values peuvent généralement être imputées sur les plus-values ainsi que sur les revenus imposables du travail salarié, non salarié et du capital (voir ci-dessous pour une présentation détaillée). En Australie, les contribuables intègrent à leur revenu imposable les plus-values dégagées par tous leurs actifs, c'est-à-dire le total des plus-values de l'année défalqué de la totalité des moins-values (y compris les moins-values nettes provenant d'années antérieures) et de tout abattement et dégrèvement accordé aux petites entreprises dont ils pourraient bénéficier⁷. Les moins-values de l'année en cours peuvent être imputées sur les plus-values de cette même année, ou reportées de manière illimitée sur celles des exercices futurs. Cependant, elles ne peuvent pas être venir en déduction d'autres revenus.

Au Royaume-Uni, comme en Australie, les moins-values déductibles peuvent être imputées sur toute plus-value imposable dégagée par tout type d'actif (c'est-à-dire qu'il n'existe habituellement aucun regroupement ni aucun cantonnement en fonction du type de gains et de pertes)⁸. Elles ne peuvent généralement pas être défalquées des revenus de placement ou des revenus ordinaires. Il existe toutefois une exception à cette règle au Royaume-Uni (mais non en Australie) : les moins-values sur certaines actions plus risquées de sociétés non cotées peuvent, sous certaines conditions, être imputées *sur le revenu global*. Au Royaume-Uni comme en Australie, le reliquat de moins-values peut être reporté de manière illimitée pour être déduit de plus-values futures. Le système britannique n'autorise le report rétrospectif que pour trois situations exceptionnelles (lorsqu'une perte est enregistrée l'année du décès de la personne, lorsqu'une concession minière prend fin et lorsqu'une perte est réalisée sur la cession d'un actif représentant un droit à une rémunération reportée dont le montant ne peut être vérifié). L'Australie ne permet quant à elle aucun report rétrospectif des moins-values.

Pour les contribuables britanniques, les pertes découlant de l'exploitation d'un commerce, d'une activité libérale ou d'une autre activité indépendante peuvent sous certaines conditions être imputées sur les plus-values (de toute nature). Cette mesure a été introduite en 1991 afin de permettre à une personne dont l'entreprise est en difficulté de bénéficier d'un allègement s'il réalise une plus-value sur une cession d'actifs professionnels ou privés dont l'objet est de rembourser une dette professionnelle. Dans de telles circonstances, lorsque le revenu est insuffisant pour absorber les pertes, les autorités ont estimé qu'il convenait d'autoriser l'imputation de ces pertes sur des sommes (plus-values) utilisées à des fins professionnelles. Ces règles ont été légèrement modifiées en 2002 afin tenir compte de l'abattement progressif, de telle manière que le requérant pouvant s'en prévaloir ne soit pas désavantagé.

Les dispositions de cantonnement de la Norvège sont relativement flexibles. Celles qui régissent l'imputation des moins-values sur les plus-values ont en effet été modifiées par la réforme fiscale de 1992, qui introduisit un système dual imposant les revenus du capital au même taux forfaitaire de 28 % applicable aux revenus ordinaires, les englobant ainsi avec les revenus du travail salarié et les revenus d'entreprise. En règle générale, les moins-values peuvent être imputées de manière illimitée sur les plus-values et les autres revenus ordinaires (qui englobent tous les revenus imposables du travail salarié, de l'entreprise et du capital). Dans le même temps, les plus et moins-values sont traitées de manière symétrique, c'est-à-dire que des moins-values d'un certain type ne sont déductibles que si des plus-values de même nature sont imposables.

En Suède, les pertes enregistrées sur des actions cotées (à l'exception des parts de fonds commun de placement détenant exclusivement des titres de créance suédois) et sur les actions non cotées de sociétés à responsabilité limitée suédoises ou d'entités

juridiques étrangères sont tout d'abord imputées sur les plus-values dégagées sur de tels actifs. Si les pertes en capital sont supérieures aux gains en capital, et qu'il demeure donc une perte résiduelle après déduction, 70 % de cette perte résiduelle peuvent être déduits *de tout autre revenu du capital* (autres plus-values, intérêts et dividendes). Le reliquat de moins-values provenant de parts de fonds commun de placement cotés détenant uniquement des titres de créance suédois et des titres de créances suédois cotés (à l'exception des obligations à lot) sont entièrement déductibles (100 %) des autres revenus du capital. La moitié (50 %) des moins-values afférentes aux résidences personnelles sont également déductibles.

En plus de permettre de déduire les moins-values non seulement des plus-values, mais également, à différents taux, d'autres types de revenus du capital, la réglementation suédoise permet aux contribuables de bénéficier d'un allègement sur les autres types de revenus. Ils peuvent en particulier réduire leur assujettissement fiscal à concurrence de 30 % pour les pertes allant jusqu'à 100 000 SEK (10 810 EUR) et à hauteur de 21 % pour tout déficit résiduel⁹.

La Suède explique que les possibilités de porter en déduction les moins-values de différents types de valeurs mobilières sur les plus-values d'autres valeurs mobilières (ainsi que sur les autres revenus du capital) se sont accrues au cours des cinq dernières années. Par exemple, les moins-values provenant de titres cotés ne pouvaient auparavant être imputées que sur des gains de même catégorie. Ce changement d'orientation s'explique par une volonté d'améliorer l'apport de capitaux externes pour les petites et moyennes entreprises.

Aux États-Unis, on peut déduire du *revenu ordinaire* jusqu'à 3 000 USD du reliquat de moins-values ne pouvant être imputées sur les plus-values. Au Canada, en vertu de la règle de la « perte déductible au titre d'un placement d'entreprise », 50 % des moins-values sur les actions ou sur les obligations émises par certaines petites entreprises éligibles seront imputables sur les plus-values et le revenu imposable, quelle que soit leur origine.

Au Danemark, les moins-values sur les actions cotées sont cantonnées de telle manière qu'elles ne puissent être imputées que sur les plus-values provenant d'autres actions cotées ou sur les dividendes d'actions cotées et non cotées. Les pertes peuvent être reportées sans limitation de durée¹⁰. Toutefois, les moins-values afférentes à des actions non cotées peuvent être déduites de tout autre revenu. Cette disposition visait à soutenir le financement par augmentation de capital de petites et moyennes entreprises non cotées disposant d'un accès limité aux marchés financiers, généralement considérés comme des placements plus risqués par les investisseurs (notons qu'au Danemark, les pertes générées par des placements obligataires ne sont pas imputables, que ce soit sur des gains dégagés par des obligations ou sur d'autres revenus).

Les pays de l'OCDE qui n'ont pas de régime distinct pour les plus-values prévoient, à des degrés divers, des restrictions spécifiques (cantonnements). En République tchèque, les moins-values peuvent uniquement être déduites de plus-values de même catégorie. En Allemagne, les pertes sur la cession d'actifs privés peuvent seulement être portées en déduction de gains sur cette catégorie de cessions (quel que soit par ailleurs le type d'actif). Les pertes ne pouvant être déduites des gains dégagés durant la même période d'imposition pourront être imputées sur ceux qui résultent de la cession de biens privés durant la période fiscale précédente. Il est également possible de les reporter sur de futures périodes ; elles seront alors portées en déduction des gains sur la cession d'actifs

privés. Les contribuables ont aussi la possibilité de défalquer de leurs cessions privées les moins-values nettes sur d'autres types de revenus.

En Nouvelle-Zélande, aucune règle de cantonnement ne s'applique aux obligations émises par des sociétés nationales. Les pertes sont entièrement déductibles du revenu courant ; elles peuvent être déduites de futurs revenus. Également, les plus-values réalisées sur des obligations nationales étant imposées comme une composante du revenu personnel, les pertes ordinaires (d'exploitation) sont déductibles sur les plus-values dégagées sur les obligations d'entreprise nationales. En outre, les pertes ordinaires pouvant être reportées, les gains en capital imposables peuvent être défalqués de celles de l'année précédente.

Au Luxembourg, les règles d'imputation des pertes sont relativement complexes. Elles interdisent ainsi d'imputer sur le revenu ordinaire les moins-values nettes provenant de participations substantielles non spéculatives (représentant au moins 10 % du capital et détenues durant plus de 6 mois) et de la détention non spéculative (plus de 2 ans) de biens immobiliers. De telles pertes peuvent toutefois être portées en déduction des gains spéculatifs nets dégagés par des actifs réels et financiers. Également, les gains non spéculatifs imposables peuvent être défalqués des pertes nettes enregistrées sur des positions spéculatives en actifs financiers ou biens immobiliers¹¹.

3.4. Règles de report

Plusieurs pays répondants ont souligné l'importance que revêtent dans le système d'imposition les possibilités de « report » permettant aux contribuables de retarder le paiement de l'impôt sur les plus-values. Le tableau 3.1. présente les principaux reports d'imposition rapportés par les différents pays.

Comme on l'a vu, l'imposition des plus-values *réalisées* vise principalement à éviter les problèmes d'évaluation, de disponibilités ou de liquidité associés à une imposition des gains latents. Ils peuvent continuer de se poser pour certaines cessions ouvrant droit à un report d'imposition (par exemple lorsque deux actifs incorporels sont échangés et qu'ils sont difficilement évaluables, nécessitant un report « actif pour actif »). Lorsqu'il n'existe aucun problème d'évaluation ou de trésorerie, d'autres considérations peuvent être évoquées pour justifier ces reports, par exemple : prise en compte de l'unité fiscale appropriée (pour les reports afférents aux transferts de propriété entre époux), questions de compétitivité et d'efficacité. Également, comme l'indique la section 2 e), un report peut permettre une plus grande efficacité lorsque l'imposition des plus-values aurait pour effet de décourager la constitution d'une société ou une réorganisation de la société conduisant à une utilisation plus efficace des actifs correspondants.

Comme le note l'Australie, une façon courante de définir les grandes catégories de report consiste à distinguer des « reports concernant un même actif » et des « reports concernant un actif de remplacement ». Les « reports concernant un même actif », comme leur nom l'indique, impliquent le transfert d'un actif donné entre contribuables. Le report a pour effet que l'actif transféré n'est pas pris en compte aux fins du calcul de l'impôt sur les plus-values, l'impôt applicable audit actif étant lui-même transféré à l'autre entité. Il en résulte que, lorsqu'il dispose de son bien, le cédant est exonéré de l'IPV, alors que le cessionnaire assume la charge fiscale liée à une éventuelle aliénation de l'actif.

On parle au contraire de « reports concernant un actif de remplacement » lorsqu'un contribuable aliène un actif pour le remplacer, dans la plupart des cas, par un actif

similaire. Le contribuable cédant l'actif d'origine est alors exonéré de l'IPV y afférent, l'impôt étant reporté sur l'actif « de remplacement », généralement en appliquant une décote à son prix d'acquisition enregistré aux fins de l'impôt sur les plus-values.

Reports concernant un même actif

Le questionnaire distingue pour les personnes physiques trois formes de reports appartenant à cette catégorie. Les transferts de propriété au sein d'une même famille en sont un exemple courant. En Australie, le report d'impôt est automatique lorsqu'un actif soumis à l'IPV – c'est-à-dire tout actif susceptible de générer un impôt sur les plus-values – est transféré à un conjoint ou à un ancien conjoint en raison d'un divorce. Au Royaume-Uni, compte tenu de l'existence d'une unité familiale, les transferts de propriété entre des conjoints ayant vécu sous le même toit durant une partie de l'année fiscale bénéficient d'une exonération. Au Danemark, ce report existe pour le transfert d'actions (mais non d'obligations) entre membres d'une même famille, pour autant que ce transfert représente au moins 15 % des droits de vote afférents aux actions émises (en d'autres termes, le cessionnaire doit être un « actionnaire principal »).

Un autre « report » de ce type existe aux Pays-Bas ; il permet de différer l'IPV lorsque des actifs d'entreprise sont vendus à un salarié ou à un membre d'une même société de personnes. Au Danemark, lorsqu'un actionnaire transfère des actions à un salarié, un report est accordé si ce transfert représente au moins 15 % des droits de vote afférents au capital émis.

Il existe un troisième allègement de ce type pour les actifs transférés depuis une entreprise individuelle ou une société de personnes vers une société détenue à 100 %. En Australie, ces reports sont permis lorsque les actifs supportant l'IPV ou l'ensemble des actifs d'une entreprise sont transférés d'une entreprise individuelle ou d'une société de personnes vers une société dont l'entrepreneur détient toutes les actions.

Reports concernant un actif de remplacement

Les pays interrogés ont relevé l'existence de différentes formes de reports sur actifs de remplacement, notamment lorsque des actifs sont échangés contre des actions, ou pour les transactions impliquant uniquement des actions ou des actifs. Dans le premier cas, un investissement en actifs d'entreprise dans une société a pour contrepartie une participation au capital de l'entité. Aux Pays-Bas, lorsque des actifs provenant d'une entreprise privée sont investis dans une société en l'échange d'actions nouvelles de ladite société, il est possible de transférer sur demande à la société les plus-values latentes des actifs d'entreprise. De la même manière, au Royaume-Uni, il est possible de reporter l'imposition des plus-values existantes au moment de la constitution d'une société nouvelle, pour autant que la contrepartie reçue à cette occasion comprenne des actions de la société bénéficiaire. Le Royaume-Uni indique que ce report d'imposition s'explique par la volonté de supprimer les obstacles à la croissance des entreprises performantes, tout en tenant compte du fait que la continuité de propriété est assurée et que les plus-values afférentes aux actifs de l'entreprise ne sont pas effectivement réalisées.

L'investissement du produit de la cession d'actifs dans des actifs d'entreprise « de remplacement » constitue une autre forme de report de ce type. Le Royaume-Uni permet le report de l'imposition des gains provenant de la cession de certains actifs utilisés pour l'exploitation d'un commerce, d'une activité libérale ou d'une autre activité indépendante

(principalement, locaux d'entreprise et fonds commercial) lorsque le produit est réinvesti dans des actifs d'entreprise de remplacement satisfaisant à certains critères. Une exonération totale n'est accordée que si l'ensemble du produit de la vente est réinvesti et que l'ancien actif a été utilisé à titre professionnel durant toute la durée de détention. Cette politique s'explique par la volonté d'éviter que le capital de l'entreprise ne soit grevé par un impôt sur l'aliénation de l'ancien actif, ce qui pourrait constituer un frein à sa modernisation et à son expansion.

Au Luxembourg, lorsque des plus-values sont perçues après l'aliénation d'un actif intégré aux actifs nets investis, l'exploitant peut, sous certaines conditions, transférer la plus-value vers un actif de remplacement acquis la même année. Ce report reste possible si le remplacement est effectué au cours d'une année suivante, pour autant que certaines conditions soient satisfaites. Lors de la cession d'un immeuble ou d'un actif fixe non amortissable (par exemple un terrain), la plus-value dégagée peut être transférée sur des actifs fixes acquis avec le produit de l'aliénation. De même, le Danemark permet un report pour le réinvestissement dans certains actifs d'entreprise (immeubles).

Aux Pays-Bas, un report d'imposition est accordé lorsqu'un actif d'entreprise est vendu et que le produit est investi dans un actif de remplacement admissible, à la condition que le réinvestissement intervienne dans les trois ans. Le gain en capital doit alors être affecté sur un compte de réserve spécifique. Lors de l'achat d'un nouvel actif commercial, le montant de cette réserve vient en déduction de la valeur comptable du nouvel actif. Ce mécanisme vise à stimuler l'investissement et, plus particulièrement, à empêcher que l'imposition, en ponctionnant la trésorerie, ne vienne le contrecarrer.

Plusieurs pays prévoient de telles dispositions de report lorsque des réorganisations d'entreprise (c'est-à-dire des fusions et des acquisitions) impliquent des échanges d'actions. La Suède, comme d'autres pays de l'UE, applique des règles de report pour les échanges d'actions satisfaisant à la Directive 90/434/CEE du 23 juillet 1990 pour un régime fiscal commun applicable aux fusions, scissions, apports d'actifs et échanges d'actions entre sociétés des différents États membres. Dans ce pays, les échanges d'actions ne donnent pas lieu à imposition jusqu'à ce que les actions nouvelles (provenant de la société se portant acquéreuse) soient vendues et que les gains soient réalisés. De même, aux Pays-Bas, les plus-values ne sont pas immédiatement constatées aux fins de l'imposition lorsque, dans le cadre d'une restructuration, un actionnaire reçoit de nouvelles actions en l'échange d'anciens titres.

Au Royaume-Uni, les gains provenant, lors de certaines réorganisations, rachats et autres formes de restructuration, de l'échange d'actions ou d'obligations, peuvent bénéficier d'un report d'impôt, pour autant que des actions ou titres de créance de la société en question soient effectivement reçus en échange. Ce régime reconnaît la nature « immatérielle » de la transaction, c'est-à-dire la continuité de l'investissement correspondant et l'absence de véritable réalisation d'une plus-value/moins-value lors de la restructuration.

Les reports sur actifs de remplacement que l'on vient d'évoquer, qui sont liés à des réorganisations d'entreprise et au réinvestissement du produit de la vente des actifs générateurs de plus-values dans la même société ou dans une société qui lui succède, impliquent une certaine continuité de l'investissement correspondant. Cette continuité n'est pas toujours requise pour un autre type de reports sur actifs de remplacement. Au Royaume-Uni par exemple, les plus-values qui sont réinvesties sur certaines nouvelles actions de sociétés non cotées éligibles peuvent être « conservées » (plutôt que

« reportées ») jusqu'à l'aliénation des titres (ou certains autres événements). Cette politique s'explique par la volonté d'encourager l'investissement dans des sociétés nouvelles ou en croissance supportant un risque plus élevé¹².

En Suède, les possibilités de report n'existent non seulement pour les échanges d'actions, mais également pour la résidence principale du contribuable. Ainsi, lorsqu'un contribuable vend sa résidence personnelle pour en acheter une nouvelle dans le même pays, la constatation de la plus-value de cession est différée. L'Espagne prévoit également un tel report pour les gains réalisés sur la résidence principale lorsque le produit est réinvesti dans une nouvelle résidence principale. Une exonération partielle peut être appliquée lorsqu'une fraction seulement du produit est réinvestie (certaines restrictions existent toutefois en la matière). Il convient aussi de noter que l'Espagne diffère l'imposition des plus-values dégagées par la cession de parts dans certains organismes de placement collectif, si le total du produit de la vente est réinvesti dans une participation du même type. Ici aussi, l'exonération est partielle lorsque toutes les sommes ne sont pas réinvesties.

Enfin, comme on l'a vu en B.2.d, certains pays permettent un report d'imposition au décès du contribuable. C'est par exemple le cas en Australie, où, si un actif détenu par un contribuable n'est pas destiné à être vendu à son décès, la plus-value ou la moins-value afférente à son actif soumis à l'IPV sera ignorée aux fins de l'imposition (report) ; la plus-value sera imposée lorsque le bénéficiaire vendra l'actif hérité. L'Australie prévoit également un report d'imposition pour d'autres situations de cession ou de perte « involontaires », par exemple en cas de vol, de destruction ou d'expropriation de l'actif.

3.5. Traitement de la résidence personnelle

Le traitement de la résidence personnelle du contribuable est un autre aspect important du système d'imposition mentionné par les pays dans leurs réponses. Les plus-values sur les résidences sont généralement imposées sur la base du revenu global. Plusieurs pays prévoient pourtant une exonération complète de ces biens (pour autant que le domicile ne soit pas un actif d'entreprise ou qu'il ne soit pas utilisé à des fins professionnelles). Comme on l'a vu pour la Suède et l'Espagne, et comme on le verra pour l'Islande, dans de telles situations, certains pays procèdent à un report d'impôt. Par ailleurs, les plus-values dégagées par la cession d'une résidence personnelle sont exonérées en Espagne si le contribuable est âgé de 65 ans ou plus au moment de la vente.

En Australie, les résidences personnelles sont généralement exonérées d'IPV, sauf si un revenu en a été tiré au cours d'absences temporaires durant les six dernières années. Un assujettissement partiel peut exister si le contribuable utilise son domicile pour l'exploitation d'une entreprise ou pour d'autres activités lucratives. Aux Pays-Bas, les gains en capital provenant d'une résidence personnelle sont exonérés d'impôt, sauf lorsque le bien est utilisé à des fins professionnelles. De même, en Nouvelle-Zélande comme en Allemagne, la résidence n'est pas assujettie à l'IPV lorsqu'elle n'est pas utilisée à des fins professionnelles.

Au Luxembourg, le contribuable est exonéré sur les plus-values tirées de la vente de sa résidence principale. C'est également le cas en Norvège si le vendeur possède cette résidence depuis au moins un an et y a résidé durant au moins un an au cours des deux années précédentes. En République tchèque, les gains provenant de la cession d'une résidence principale sont eux aussi exonérés de l'IPV, pour autant que le vendeur possède la résidence et y réside depuis au moins deux ans au moment de la cession. Au

Danemark, une exonération s'applique si le bien est occupé par le propriétaire au moment de la cession. En Islande, les personnes physiques bénéficient d'un dégrèvement d'impôt sur les gains provenant de la vente de la résidence principale, pour autant qu'elles la possèdent depuis au moins deux ans au moment de la cession. Si elles décident de la vendre plus tôt elles pourront alors différer l'impôt sur cette plus-value, qui s'appliquera après deux clôtures d'exercice fiscal. Si, après cette période de deux années après la cession, le propriétaire investit le produit de la vente dans une nouvelle résidence dont le prix est plus élevé, ce gain est exonéré.

**Table 3.4. Possibilités de report
(au 1^{er} juillet 2004)**

Pays	Report concernant un même actif			Echanges d'actifs d'entreprise contre des actifs d'entreprise	Echanges d'actifs d'entreprise	Echanges d'entreprises/actifs d'entreprise contre des actions
	Transfert de propriété entre époux	Vente d'un actif d'entreprise à un salarié	Echanges d'actions			
Allemagne	Non.	Non.	Exonération pour les réorganisations d'entreprises, y compris pour les fusions, scissions et apports d'actifs.	Oui (report de 500 000 EUR pour les gains provenant d'actions de sociétés de capitaux réinvestis dans d'autres actions, dans des actifs amortissables ou dans des immeubles).	Oui (pour les immeubles et terrains, à condition que le produit soit réinvesti dans des immeubles ou terrains au cours des périodes spécifiées).	Non.
Australie	Oui, mais uniquement pour les transferts de propriété consécutifs à un divorce.	Non.	Oui, mais uniquement pour les échanges d'actions de la société d'origine contre des actions d'une nouvelle entreprise, lors de rachats ou fusions.	Non.	Oui, pour les situations suivantes : reports concernant des actifs de remplacement de petites entreprises, actifs faisant l'objet d'une expropriation, perdus ou détruits, conversions de titres par strates (« strata title conversions »), échanges de certificats provisoires, renouvellement ou cession de licences obligatoires.	Oui. On peut bénéficier de ces reports lorsque la propriété des actifs d'une entreprise individuelle (ou d'une société de personnes) est transférée vers une société détenue à 100 % par l'entrepreneur (il s'agit alors d'une forme de report sur un « même actif »).
Autriche	Non.	Non.	Exonération pour les PV afférentes à des participations substantielles et non spéculatives. Il est possible de bénéficier d'un report pour les réorganisations d'entreprise (fusion, scissions, apports d'actifs)	Non.	Oui. Il est possible de bénéficier de ces reports pour les biens mobiliers détenus durant 7 ans, pour les biens immobiliers détenus durant 15 ans, si lesdits actifs sont remplacés avant un an par des actifs similaires.	Oui. Il est possible de bénéficier de ces reports lorsque la propriété d'une entreprise est transférée vers une société en l'échange d'actions.

**Table 3.4. Possibilités de report
(au 1^{er} juillet 2004)**

Pays	Report concernant un même actif			Echanges d'actifs d'entreprise contre des actifs d'entreprise	Echanges d'entreprises/actifs d'entreprise contre des actions
	Transfert de propriété entre époux	Vente d'un actif d'entreprise à un salarié	Echanges d'actions contre des actifs d'entreprise		
Belgique	SO (imposition conjointe)	Non.	Exonération pour les PV afférentes à des participations substantielles et non spéculatives. Il est possible de bénéficier d'un report pour les réorganisations d'entreprise (fusion, scissions, apports d'actifs)	Non. Oui, il est possible de bénéficier d'un report pour les actifs fixes détenus > 5 ans si le produit de la vente est réinvesti dans les 3 ans dans des actifs fixes non financiers amortissables (5 ans pour les immeubles, navires ou aéronefs).	Non.
Canada	Oui.	Non.	Oui, pour de nombreuses formes de réorganisations. Le report est également possible, sous certaines conditions, lorsque le produit de la vente d'une petite société est investi dans une autre petite société répondant aux critères nécessaires.	Non.	Oui, possibilité de report si le contribuable reçoit des actions, des liquidités ou d'autres actifs en l'échange d'actifs d'entreprise.
Corée	Non.	Non.	Oui, il est possible de bénéficier d'un report lorsque des actions sont échangées contre des actions d'une société de capital-risque ou une société holding.	Oui.	Non. Oui, il est possible de bénéficier d'un report lorsque des transferts sont effectués en l'échange d'actions depuis une entreprise de 5 ans vers une société.
Danemark	Oui (pour les transferts d'actions représentant 15 % des droits de vote y afférents)	Oui (pour les transferts d'actions représentant 15 % des droits de vote y afférents)	Oui.	Non.	Non.
Espagne	Non.	Non.	Oui, pour les gains provenant d'un organisme de placement collectif, s'ils sont réinvestis dans une participation similaire.	Non.	Non.

**Table 3.4. Possibilités de report
(au 1^{er} juillet 2004)**

Pays	Report concernant un même actif				
	Transfert de propriété entre époux	Vente d'un actif d'entreprise à un salarié	Echanges d'actions	Echanges d'actifs d'entreprise	
États-Unis	Oui, entre époux ou anciens époux en cas de divorce (si ce transfert est effectué dans une période d'un an suivant le divorce ou s'il est lié à celui-ci. L'assiette d'imposition du cédant est transférée au cessionnaire, c'est-à-dire que les gains ou pertes éventuels sont reportés.	Non.	Oui, pour les gains provenant d'actions de certaines petites sociétés qui sont utilisés pour acheter d'autres petites sociétés éligibles. Les échanges d'actions contre des actions de même catégorie émises par une même société ne sont pas imposables. Sous certaines conditions, les échanges d'actions résultant de réorganisations d'entreprise ou les actions émises suite à certaines scissions/distributions, scissions/échanges ou scissions/dissolutions, ne sont pas imposables. Les contribuables peuvent décider de vendre les titres admissibles à un plan d'actionnariat du personnel de l'entreprise (ESOP) ou à une société coopérative détenue par les salariés et de remplacer les titres par d'autres titres sans constater les gains y afférents.	Oui, pour les gains provenant d'actifs d'entreprise échangés contre des actifs de même nature. Remarque : ce report d'imposition (transaction relevant de l'article 1031) s'applique également aux gains dégagés par des biens immobiliers (terrains) détenus à des fins de placement, mais non aux gains provenant d'actions ou autres valeurs mobilières.	Echanges d'entreprises/actifs d'entreprise contre des actions
Finlande	Non.	Non.	Non.	Non.	Oui, dans certains cas. Le report s'applique lorsque la société cible apporte ses actifs à la société acquéreuse en l'échange d'actions actionnaires dans le cadre d'une distribution de liquidation.

**Table 3.4. Possibilités de report
(au 1^{er} juillet 2004)**

Pays	Report concernant un actif de remplacement			
	Transfert de propriété entre époux Oui (pour certains transferts d'actions)	Vente d'un actif d'entreprise à un salarié Non.	Echanges d'actions contre des actifs d'entreprise Non.	Echanges d'actifs d'entreprise Non.
France	Non.	Oui.	Non.	Non.
Grèce	Oui (pour certains transferts d'actions)	Non.	Non.	Non.
				Oui. Une entreprise individuelle peut se constituer en société anonyme ou en société à responsabilité limitée sans être assujettie à l'impôt, pour autant que cette opération satisfasse aux exigences de la législation favorisant les transformations d'entreprise. L'entrepreneur doit pouvoir présenter une comptabilité.
Hongrie	Non.	Non.	Non.	Non.
Irlande	Oui.	Non.	Oui, pour les échanges d'actions afférents à une réorganisation d'entreprises (pas de report pour les obligations).	Non (étant donné le taux réduit appliqué aux plus-values, cette forme de report a été supprimée à compter de 2003 afin d'élargir l'assiette d'imposition).
Islande	Non.	Non.	Oui, pour autant que les actions soient remplacées par d'autres actions de même valeur ou de valeur supérieure.	Oui, à condition que la valeur de l'actif de remplacement soit au moins égale à celle de l'actif vendu.
				Oui. Il est possible de bénéficier d'un report lorsque la propriété d'une entreprise est transférée vers une autre société en l'échange d'actions.

**Table 3.4. Possibilités de report
(au 1^{er} juillet 2004)**

Pays	Report concernant un même actif			
	Transfert de propriété entre époux	Vente d'un actif d'entreprise à un salarié	Echanges d'actions contre des actifs d'entreprise	Echanges d'actifs d'entreprise
Italie	Oui.	Non.	Oui, pour les acquisitions permettant d'obtenir le contrôle de la société, pour autant que les actions de la société acquise soient acquises par l'actif de la société acquise, aux fins de l'impôt, la même valeur que celles de la société acquise qui ont été données en échange.	Oui. Cette disposition s'applique aux échanges si, aux fins de l'impôt, on attribue à l'actif reçu une valeur égale à celle de l'actif échangé. Pas de report pour les actifs d'entreprise vendus et remplacés.
Japon	Non.	Non.	Oui, pour les acquisitions d'entreprise, pour autant que les actions de la société acquise soient enregistrées à la même valeur comptable que celle des actions de la société acquise qui ont été données en échange.	Oui, pour l'échange de terrains, immeubles, machines, équipements, navires, détenus 1 an, contre des actifs similaires conservés par une autre personne 1 an.
Luxembourg	Non.	Non.	Oui (pour les gains afférents aux échanges d'actions qui impliquent une participation substantielle).	Oui, les gains provenant de la cession d'un placement (d'entreprise) net peuvent être transférés vers un actif de remplacement acquis ou constitué la même année ou l'année suivante.
Mexique	Non.	Non.	Oui, pour certaines réorganisations d'entreprise.	Non.

**Table 3.4. Possibilités de report
(au 1^{er} juillet 2004)**

Pays	Report concernant un même actif				
	Transfert de propriété entre époux	Vente d'un actif d'entreprise à un salarié	Echanges d'actions	Echanges d'actifs d'entreprise	
Norvège	Oui.	Non.	Non. Un report peut être accordé sur décisions discrétionnaire. Le ministère des Finances peut l'autoriser sous certaines conditions afin de faciliter les réorganisations d'entreprise. Les indemnités peuvent, à hauteur de 20 %, prendre la forme de liquidités. La valeur, aux fins de l'imposition, des actifs d'entreprise transférés permet de déterminer la nouvelle valeur comptable et les indemnités.	Non. Un report peut être accordé sur décision discrétionnaire.	Echanges d'entreprises/actifs d'entreprise contre des actions
Nouvelle-Zélande	Non.	Pas d'imposition.	Pas d'imposition.	Pas d'imposition.	Non (un report peut cependant être accordé sur décision discrétionnaire, pour le transfert de propriété d'une activité indépendante ou d'une société de personnes vers une société de capitaux, pour autant que l'ancien ou les anciens propriétaires détiennent 80 % des parts de la société bénéficiaire ; la valeur aux fins de l'imposition des actifs transférés est alors prise en charge par la société bénéficiaire ; la valeur des actions reçues est égale à la valeur des actifs transférés telles que définie aux fins de l'imposition.)
Pays-Bas	Non.	Oui, lorsque l'actif d'entreprise est vendu à un salarié ou à un associé d'une même société de personnes.	Oui, sous certaines conditions, pour les gains provenant de participations substantielles.	Oui (report pour le transfert d'actions depuis une société vers une entreprise non constituée en société).	Oui. Il est possible de bénéficier de reports lorsque des actifs d'entreprise sont échangés avec une société contre des actions nouvelles.
Pologne	Non.	Non.	Oui, pour les échanges d'actions afférents à une réorganisation d'entreprise.	Non.	Non.

**Table 3.4. Possibilités de report
(au 1^{er} juillet 2004)**

Pays	Report concernant un même actif			
	Transfert de propriété entre époux	Vente d'un actif d'entreprise à un salarié	Echanges d'actions	Echanges d'actifs
Portugal	Non.	Non.	Oui, pour les échanges d'actions afférents à une réorganisation d'entreprise (pas de report pour les obligations).	Oui, pour les transferts de biens immobiliers personnels vers une activité exercée en nom propre ou vers une société dont le propriétaire détient au moins 50 % du capital.
République slovaque	Non.	Non.	Oui, pour les échanges d'actions afférents à une réorganisation d'entreprise (pas de report pour les obligations).	Non.
République tchèque	Non.	Non.	Oui. Dans le cas d'échanges d'actions, la durée de détention « test » de 6 mois se poursuit après l'échange (le décompte n'est pas ramené à zéro).	Non.
Royaume-Uni	Oui.	Non.	Oui, pour les gains provenant d'actions et d'obligations échangées lors de certaines réorganisations (et notamment, rachats), pour autant que des actions ou obligations de l'entreprise en question soient bien reçues en échange.	Oui, pour les gains existants au moment de la constitution en société d'une entreprise, pour autant que la contrepartie reçue à cette occasion comprenne des actions de la société bénéficiaire.
			Une règle de report spécifique s'applique aux gains « conservés » investis dans de nouvelles actions de sociétés non cotées éligibles.	Oui, pour les gains provenant de certains actifs d'entreprise (principalement les locaux et fonds commerciaux) si le produit de la vente est réinvesti dans des actifs de remplacement éligibles.

**Table 3.4. Possibilités de report
(au 1^{er} juillet 2004)**

Pays	Report concernant un actif de remplacement			
	Transfert de propriété entre époux	Vente d'un actif d'entreprise à un salarié	Echanges d'actions	Echanges d'actifs d'entreprise
Suède	Non.	Non.	Oui, conformément à la Directive 90/434/CEE du Conseil pour un régime fiscal commun applicable aux fusions, scissions, apports d'actifs et échanges d'actions.	Echanges d'actifs d'entreprise
Suisse	SO (imposition conjointe)	Non.	Pas d'imposition.	Echanges d'actifs d'entreprise
Turquie	Non.	Non.	Non.	Echanges d'actifs d'entreprise

Source : 1) Réponses fournies au questionnaire par l'Allemagne, l'Australie le Canada, le Danemark, l'Espagne, les États-Unis, la Finlande, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, le Mexique, la Norvège, la Nouvelle-Zélande, les Pays-Bas, le Portugal, la République slovaque, la République tchèque, le Royaume-Uni 2) European Taxation Database et European Tax Handbook (2004), International Bureau of Fiscal Documentation.

Notes : La mention « SO » signifie « sans objet ». Les actifs d'entreprise traités au tableau 3.1 (et aux tableaux 1.1 et 2.1) n'appartiennent pas à un stock de marchandises 3.6. *Traitement de la composante inflation des plus-values (nominales)*

3.6. Traitement de la composante inflation des plus-values (nominales)

Un modèle fiscal de référence imposant le revenu global devrait inclure les plus-values réelles dans l'assiette d'imposition – c'est-à-dire, les plus-values nominales ajustées de façon à compenser la composante inflation. Au Royaume-Uni, la prise en compte de l'inflation est un aspect important du système d'imposition. La plupart des actifs acquis avant avril 1998 bénéficient d'un dégrèvement correspondant à une indexation sur l'indice britannique des prix de détail¹³. En 1998, le Royaume-Uni a remplacé ce système (qui est toujours en vigueur pour les sociétés) par un abattement progressif exonérant une part croissante des gains en fonction de la durée de conservation de l'actif.

Jusqu'en septembre 1999, l'Australie corrigeait de l'inflation les plus-values provenant d'actifs détenus durant au moins 12 mois. Cette pratique concernait tous les types d'actifs (mais non les moins-values, déterminées sur une base de coûts non indexée). L'indexation des plus-values a été remplacée, à compter du 21 septembre 1999, par une méthode d'abattement : les contribuables incluent dans leur revenu imposable la moitié seulement de la plus-value nominale sur les actifs détenus depuis au moins 12 mois. Plutôt que d'utiliser la méthode d'abattement, il est encore possible de corriger de l'inflation les actifs acquis avant le 21 septembre 1999. Cet ajustement doit alors uniquement être calculé jusqu'en septembre 1999. Les sociétés peuvent utiliser cette méthode pour les actifs achetés avant le 21 septembre 1999, le calcul allant là aussi jusqu'en septembre 1999. La méthode de l'abattement ne peut être utilisée par les entreprises, bien qu'elles aient pu bénéficier de l'indexation jusqu'en septembre 1999. Pour les actifs acquis à compter du 21 septembre 1999, elles doivent désormais inclure dans leurs bénéfices imposables l'intégralité de la plus-value nominale.

Au Danemark, il est seulement possible d'ajuster les plus-values provenant d'exploitations agricoles. L'Espagne prévoit un allègement de ce type pour les biens immobiliers ; c'est également le cas au Luxembourg pour les cessions d'immeubles. Ce système n'existe pas en Islande, en Norvège, en Nouvelle-Zélande, ni en Allemagne, en République tchèque et en Nouvelle-Zélande.

3.7. Traitement des non-résidents

Le régime qui s'applique aux non-résidents est un autre problème important. Pour le Royaume-Uni, il s'agit d'un aspect central du système d'imposition. Les personnes physiques qui, durant un exercice fiscal, n'ont été ni résidentes ni ordinairement résidentes du Royaume-Uni ne sont pas imposables à l'IPV pour cette année, sauf pour les gains provenant d'actifs détenus dans ce pays pour y exploiter un commerce ou y exercer une activité libérale ou toute autre profession indépendante par le biais d'une succursale ou d'une agence¹⁴. En outre, lorsqu'un contribuable résident devient non-résident, il devient automatiquement imposable au titre de ses plus-values.

L'Australie impose également les non-résidents sur les plus-values provenant de la cession d'actifs utilisés pour y exercer une activité par le biais d'un établissement stable. L'IPV s'applique également aux gains provenant de la cession de terrains ou d'immeubles australiens, d'actions de sociétés privées résidentes, de participations dans des fiducies résidentes, de participations ne constituant pas des « placements de portefeuille » (c'est-à-dire égales ou supérieures à 10 %) dans des sociétés faisant appel à l'épargne publique résidentes en Australie et, enfin, de participations égales ou

supérieures à 10 % dans des fonds communs de placement domiciliés en Australie¹⁵. De plus, les règles de la réalisation réputée sont applicables (l'impôt s'applique aux gains accumulés sur les actifs au niveau mondial, où qu'ils soient situés) lorsqu'un résident devient non-résident. Il existe certaines exceptions pour les résidents de courte durée¹⁶.

Au contraire, le Danemark n'impose nullement les personnes physiques sur les plus-values de participations dans des entreprises ou des portefeuilles situés au Danemark. En Suède, les non-résidents sont soumis à l'impôt sur les plus-values pour les biens immobiliers et appartements occupés par le propriétaire établi dans ce pays. Lorsqu'un résident devient non-résident, les règles de la réalisation réputée s'appliquent pour les plus-values latentes de certains actifs (par exemple obligations, parts de FCP). En Espagne, les personnes physiques non résidentes sont assujetties à l'IPV sur la cession des biens immobiliers situés dans ce pays (ou sur la vente de droits enregistrés afférents à de tels biens) ainsi que sur l'aliénation d'actions d'une société résidente.

En Norvège, les personnes physiques non résidentes sont assujetties à l'impôt sur les plus-values réalisées sur des biens mobiliers et immobiliers situés en Norvège et bénéficient des exonérations fiscales générales (et particulières) qui portent sur la réalisation de tels actifs ; elles sont également redevables de l'impôt sur les biens mobiliers constituant une partie d'une entreprise située en Norvège (actifs d'entreprise). Une personne physique non résidente qui a résidé en Norvège au cours des cinq dernières années précédant immédiatement la réalisation est assujettie à l'impôt norvégien sur les plus-values réalisées sur des actions ou autres participations dans des sociétés norvégiennes ainsi que sur les droits, options et tout autre instrument financier rattaché à de tels actifs ou participations existant au moment de la réalisation. Les règles de la réalisation réputée s'appliquent lorsqu'un résident devient non-résident.

Au Luxembourg, les personnes non résidentes ne sont pas assujetties à l'IPV pour les actifs détenus moins de 6 mois (profits spéculatifs) mais doivent s'en acquitter s'ils possèdent un intérêt substantiel (plus de 10 %) dans une entreprise. De même, aux Pays-Bas, les non-résidents sont soumis à l'impôt national sur les plus-values s'ils possèdent une participation substantielle (5 % ou plus) dans une entreprise établie aux Pays-Bas. L'application effective de l'impôt dépend des dispositions de la convention fiscale applicable.

En République tchèque et en Islande, il existe des dispositions réglementaires soumettant les personnes physiques non résidentes à l'impôt sur les plus-values (national) pour certains actifs détenus au niveau national. Certains allègements au titre de la double imposition sont toutefois pratiqués lorsqu'il existe une convention fiscale. En Islande, par exemple, les plus-values ne sont pas imposables lorsqu'un résident déménage dans un pays avec lequel elle a conclu une convention fiscale (en l'absence d'un tel accord, les plus-values seront considérées comme réalisées).

L'Allemagne impose les non-résidents sur les plus-values provenant de la cession d'actifs rattachés à un établissement stable situé en Allemagne. Les gains dégagés par la vente de biens immobiliers nationaux, de conglomerats immobiliers et de droits situés en Allemagne ou exploités dans ce pays par le biais d'un établissement stable, sont également imposés lorsqu'ils appartiennent à une société étrangère. En outre, les non-résidents sont imposés sur les plus-values provenant de la cession de biens immobiliers nationaux détenus durant moins de dix ans et sur l'aliénation d'actions de sociétés dotées de la personnalité morale et disposant d'un siège de direction en Allemagne, pour autant

que ces actions représentent au moins 1 % du capital de la société au cours des cinq années précédentes.

En ce qui concerne la Nouvelle-Zélande, qui impose seulement certaines plus-values latentes, les personnes physiques non résidentes ne doivent s'acquitter de cet impôt que si elles disposent d'un établissement stable en Nouvelle-Zélande, cet impôt ne concernant alors que les gains dégagés par cet établissement. La Nouvelle-Zélande note que même si c'est fréquent pour les sociétés, il est peu probable qu'une personne physique soit non résidente et possède un établissement stable en Nouvelle-Zélande. Lorsqu'un contribuable résident devient non-résident, les gains et pertes afférents aux obligations de sociétés nationales sont considérés réalisés et sont imposés en conséquence.

3.8. Considérations sur la transition entre régimes

Selon l'Australie, les questions pratiques de transition constituent un important problème dont il convient de tenir compte lors de l'instauration d'un régime d'imposition des plus-values. En Australie, l'IPV a été introduite sur une base entièrement prospective : l'impôt ne s'appliquait qu'aux gains provenant d'actifs acquis après son entrée en vigueur. Bien qu'elles aient admis que cela revenait à abandonner des recettes fiscales et pourrait contribuer à des effets de « blocage », les autorités ont rejeté les formes moins généreuses d'imposition prospective (imposant par exemple les gains futurs sur les actifs détenus au moment de l'instauration de l'impôt) au motif que cela exigerait d'évaluer les actifs déjà détenus et nuirait à l'acceptation de l'impôt par les contribuables. Pratiquer une imposition prospective sur les gains provenant d'actifs acquis après l'introduction de l'IPV permettrait de résoudre ces problèmes tout en laissant au public et à l'administration fiscale le temps de s'adapter à la mise en œuvre du nouveau dispositif.

Notes

¹ Plus spécifiquement, ce sont les plus-values latentes attendues qui sont imposées, les gains ou pertes non anticipés étant imposés (ou imputés) à réalisation. Toute majoration ou décote d'un titre de créance est répartie sur la base du taux de rendement actuariel sur toute la durée de vie résiduelle dudit instrument ; les gains ou pertes résultant d'une modification des taux d'intérêt du marché sont constatés lorsque, et si, ils sont réalisés.

² Une exception à ce principe central de neutralité (outre la possibilité de retarder, par le biais d'un report d'imposition, le paiement de l'impôt sur les gains réalisés sur les résidences personnelles) est que les actions échangées ne sont nullement imposables jusqu'à ce que les nouvelles actions (de l'entreprise acquérant les titres) soient vendues et des gains réalisés (report d'imposition pour les échanges d'actions).

- ³ Le taux d'imposition de 10 % est fixe, indépendamment de la durée de détention. Il existe une exception à cette approche générale consistant à imposer à un taux de 10 % les plus-values réalisées : les personnes physiques sont exonérées de l'impôt sur les gains provenant de la vente de leur résidence principale, pour autant qu'elles en soient propriétaires depuis au moins deux ans au moment de la vente.
- ⁴ Le taux d'imposition cumulé est calculé de la manière suivante : $(0.18) + (0.10) \times (0.82)$. Sur 100 unités de revenu avant impôt, 18 sont dues au titre de l'impôt sur les sociétés. Il reste donc 82 unités qui sont soit distribuées sous forme de revenu de capital, soit conservées, ce qui donne lieu à un gain en capital. L'imposition de ces 82 unités à 10 % génère une imposition au niveau personnel de 8.2, pour un taux cumulé de 26.2.
- ⁵ Pour plus d'informations sur le « modèle actionnarial » norvégien, voir les commentaires de la section 1.2.d.ii) et l'annexe A.
- ⁶ Le total des plus-values nettes imposables d'une personne imposable (c'est-à-dire le total des plus-values diminué du total des moins-values déductibles et de l'abattement progressif) est assujéti à l'IPV au taux marginal d'imposition de l'épargne. Pour l'année fiscale 2004-05, les niveaux de revenu et taux d'imposition (qui s'appliquent au delà du seuil d'exonération) sont les suivants : de 0 à 2 020 GBP : 10 % ; de 2 020 à 31 400 GBP : 20 % ; au-delà de 31 400 GBP : 40 %. L'abattement dégressif vient réduire les taux effectifs d'imposition. (Remarque : l'abattement progressif se fonde sur la durée de détention de l'actif et du fait qu'il s'agisse ou non d'un actif d'entreprise. Pour une personne physique assujéti en 2004-05 à un taux d'imposition des revenus de l'épargne de 40 % et qui peut bénéficier de l'abattement maximum prévu pour cette même année, le taux effectif d'imposition serait de 30 % pour les gains provenant d'actifs non commerciaux et de 10 % pour les gains provenant d'actifs d'entreprise. À compter de l'année 2007-08, première année où il est possible de bénéficier du taux maximum d'abattement progressif pour les actifs non commerciaux, ce taux d'imposition effectif passe à 24 %).
- ⁷ Il est interdit d'imputer les pertes provenant de biens à usage personnel, à l'exception de certains actifs spécifiques, les moins-values afférentes aux biens d'utilisation personnelle pouvant seulement être déduites des plus-values dégagées sur des actifs similaires.
- ⁸ Lorsqu'une moins-value résulte d'une cession à certains membres de la famille (par exemple, conjoint ou enfants) ou à une autre « personne rattachée », elle est uniquement imputable sur les plus-values provenant de cessions au bénéfice de cette même personne.
- ⁹ Le terme « déficit » désigne ici le montant agrégé des moins-values résiduelles (ajusté en fonction des pourcentages applicables) au-delà du revenu du capital.
- ¹⁰ Les pertes afférentes à la cession d'une résidence personnelle sont elles aussi cantonnées. Les moins-values ne peuvent alors être imputées que sur des gains en capital provenant de l'aliénation d'autres biens immobiliers. Un report en avant illimité s'applique aux biens immobiliers.
- ¹¹ Selon les règles qui existent en la matière au Luxembourg, la déduction des pertes se fait en plusieurs étapes. Les plus-values/moins-values nettes sont tout d'abord calculées pour les trois catégories de cessions : (1) profits spéculatifs sur des actifs financiers ou réels, (2) gains/pertes provenant de la cession d'actifs réels et enfin (3) revenu dégagé par la cession d'une participation substantielle détenue durant plus

de six mois. On regroupe ensuite les pertes et gains nets des catégories (2) et (3). Les moins-values nettes relevant des catégories (2) et (3) peuvent être imputées sur les gains de la catégorie (1). Les pertes nettes de la catégorie (1) peuvent être déduites des gains nets cumulés dégagés par les catégories (2) et (3). Les pertes nettes résiduelles ne peuvent être agrégées avec aucun autre gain ou profit. Notons enfin que les participations non substantielles de personnes physiques sont exonérées d'impôt si elles sont détenues plus de 6 mois.

- 12 Le Royaume-Uni explique également que son administration prévoit un « report sur actif similaire » pour les gains afférents à des actifs d'entreprise (y compris pour les actions de sociétés non cotées) lorsque l'aliénation ne relève pas de conditions normales de marché (par exemple, lorsqu'il s'agit d'un cadeau pur et simple). Lorsque cet allègement est possible, toute plus-value latente concernée par ce « report » est transférée du cédant à l'acquéreur de l'actif.
- 13 Depuis 1993, il n'est plus possible d'utiliser ce dispositif d'indexation pour créer ou augmenter une quelconque moins-value déductible, et ce, quel que soit le type d'actif. Cet ajustement marque un changement radical de politique par rapport aux règles d'indexation introduites en 1982 : l'indexation visait à l'origine à alléger la charge de l'impôt sur les gains dès lors qu'ils étaient attribuables à l'inflation.
- 14 Les personnes physiques qui sont temporairement non résidentes peuvent, dans certaines circonstances, être assujetties à l'IPV durant l'année fiscale où elles reviennent sur le territoire britannique, et ce, pour les gains enregistrés alors qu'elles étaient temporairement à l'étranger.
- 15 Des dispositions législatives (non encore appliquées) ont été introduites le 22 juin 2005 ; elles réformeront le régime des plus-values pour les non-résidents. Ces réformes vont restreindre le nombre d'actifs sur lesquels les non-résidents sont assujettis à l'IPV australien aux biens immobiliers et réduire le nombre d'actifs d'entreprise imposables des succursales détenues en Australie par des non-résidents. Elles appliqueront l'IPV aux participations égales ou supérieures à 10 % dans des entités intermédiaires (et notamment les entités intermédiaires étrangères) lorsque la valeur de cette participation est entièrement ou principalement attribuable à des biens immobiliers australiens.
- 16 Ces exceptions s'appliqueront bientôt à la plupart des détenteurs de visas temporaires et non plus à l'ensemble des résidents de courte durée.

Références

- Atkinson, A.B. et J.E. Stiglitz, (1980), *Lectures on Public Economics*, pp. 97-127, McGraw-Hill Book Co, Londres.
- Auerbach, A. J. (1979), « Wealth Maximization and the Cost of Capital », *Quarterly Journal of Economics*, 94, pp. 433-436.
- _____ (1983), « Taxation, Corporate Financial Policy and the Cost of Capital », *Journal of Economic Literature* 21, pp. 905-940.
- _____ (1989), « Capital Gains Taxation and Tax Reform », *National Tax Journal*, 42, pp. 391-401.
- _____ (1991), « Retrospective Capital Gains Taxation », *American Economic Review*, March, pp. 167-178.
- Bradford, D. F. (1980), « The Economics of Tax Policy toward Savings », in G.M. von Furstenberg, dir. pub., *The Government and Capital Formation*, Cambridge (Massachusetts), Ballinger Publishing Co.
- _____ (1981), « The Incidence and Allocation Effects of a Tax on Corporate Distributions », *Journal of Public Economics* 15, pp.1-22.
- Domar, E., et R. Musgrave (1944), « Proportional Income Taxation and Risk Taking », *The Quarterly Journal of Economics*, 56, mai, pp. 388-422.
- Edwards, J. S. et M. J. Keen (1984), « Wealth Maximization and the Cost of Capital: A Comment », *Quarterly Journal of Economics*, 99, pp. 211-214.
- Fullerton, D. et M. King (1984), *The Taxation of Income from Capital: A Comparative Study of the United States, the United Kingdom, Sweden and West Germany*, University of Chicago Press, Chicago.
- Gordon, R. (1985), « Taxation of Corporate Capital Income: Tax Revenues vs. Tax Distortions », *Quarterly Journal of Economics*, 100, pp. 1-27.
- Green, J.R., et E. Sheshinski (1978), « Optimal Capital-Gains Taxation under Limited Information », *Journal of Political Economy*, décembre, 86, pp.1143-1158.
- Haliassos, M. et A. Lyon (1993), « Progressively of Capital Gains Taxation With Optimal Portfolio Selection », *National Bureau of Economic Research Working Paper n°1550*.
- Harberger, A.C. (1962), « The Incidence of the Corporation Income Tax », *Journal of Political Economy*, 70, pp.215-240.
- Hendershott, P., Toder, E. et Y. Won (1991), « The Long run Impact on Federal Tax Revenues and Capital Allocation of a Cut in the Capital Gains Tax Rate », *Public Finance Quarterly*, 19, pp. 3-21.

- Hendershott, P., Toder, E. et Y. Won (1992), « A Capital Gains Exclusion and Economic Efficiency », *Tax Notes*, 17 février.
- King, M.A. (1974), « Taxation and the Cost of Capital », *Review of Economic Studies*, 41, pp.21-35.
- _____, (1977), *Public Policy and the Corporation*, Londres: Chapman and Hall.
- McLure, C.E. (1979), *Must Corporate Income be Taxed Twice?*, The Brookings Institution, Washington (D.C.)
- Pratt, J.W., (1964), « Risk Aversion in the Small and in the Large », *Econometrica*, 32, 1, pp.122-136.
- Sandmo, A. (1977), « Portfolio Theory, Asset Demand and Taxation: Comparative Statics with Many Assets », *Review of Economic Studies*, 44, pp. 369-379.
- _____, (1985), « The Effects of Taxation on Savings and Risk Taking » in A.J. Auerbach et M. Feldstein, dir. pub, *Handbook of Public Economics, vol.1*, Elsevier Science Publishers B.V, Hollande septentrionale.
- Schulman, C., Thomas, D., Sellers, K. et D Kennedy (1996), « Effects of Tax Integration and Capital Gains Tax on Corporate Leverage », *National Tax Journal* 49, pp. 31-54.
- Sinn, H. W. (1987), *Capital Income Taxation and Resource Allocation*, North Holland Publishing Company, Amsterdam.
- _____, (1991), « Taxation and the Cost of Capital: The “Old” View, the “New” View, and Another View », in D. Bradford, dir. pub., *Tax Policy and the Economy* 5, pp. 25-54.
- Sorensen, P.B. (2003), « Neutral Taxation of Shareholder Income: A Norwegian Tax Reform Proposal », EPRU Working Paper 2003-6, Université de Copenhague.
- Stiglitz, J.E. (1969), « The Effects of Income, Wealth, and Capital Gains Taxation on Risk-Taking », *The Quarterly Journal of Economics*, 83, mai, pp. 263-283.
- Vickrey, W.W. (1947), *Agenda for Progressive Taxation*, Ronald, New York.

ANNEXE A

EXAMEN DES ÉVENTUELS EFFETS DE BLOCAGE RÉSULTANT DE L'IMPOSITION DES PLUS-VALUES

Dans un système d'imposition des plus-values prenant pour base les gains en capital effectivement réalisés, la possibilité de reporter l'impôt sur les plus-values accumulées pour des actions (ou d'autres actifs générateurs de plus-values) en repoussant la cession des titres concernés est susceptible, du moins dans certains cas, de décourager l'investisseur de procéder à la vente. Ce phénomène, appelé effet de blocage des transactions, soulève des problèmes d'efficacité dans un environnement où les décisions d'épargne subissent une distorsion en faveur des portefeuilles aux rendements avant impôt les moins élevés pour un niveau de risque donné, ou au risque relativement plus élevé que les gains attendus, par comparaison à ce qui serait observé dans un système d'imposition des plus-values latentes. De même, on peut s'inquiéter d'une situation dans laquelle les actionnaires sont découragés de céder leurs actifs pour consacrer les produits ainsi réalisés à des investissements plus productifs, tels que la création d'une entreprise capable de dégager un rendement avant impôt supérieur à celui des actions détenues¹.

Cette annexe présente un modèle simple à deux phases reprenant les grandes lignes de celui utilisé par Green et Sheshinski (1978) pour illustrer l'effet de blocage des transactions et l'allocation inefficace des capitaux d'investissement qui en résulte. On traitera ensuite des propositions de régime d'imposition des plus-values permettant de neutraliser l'effet de blocage des transactions qui découlent de ce modèle, sans oublier les problèmes pratiques de mise en œuvre qui pourraient les accompagner.

1. Illustration de l'effet de blocage des transactions

Sur la base d'un modèle simple à deux phases dans lequel un contribuable représentatif investirait un patrimoine initial, fixé à une unité monétaire ($W_0=1$), dans des actions générant un taux de rendement variable sous forme de plus-values. Soit e_1 le taux de rendement des actions au cours de la première phase et e_2 celui de la seconde, également sous forme de plus-values, et pour lequel on supposera qu'il est connu de l'investisseur à la fin de la première phase².

À la fin de la première phase, l'investisseur se pose la question de conserver ou non ses actions pour la seconde phase, ou bien de les revendre et d'investir le produit après impôt sur cette cession dans un autre type d'actif, en l'occurrence des obligations. L'investisseur est notamment supposé choisir l'une des deux options d'investissement ci-dessous pour la seconde phase :

1. soit revendre les actions immédiatement, payer l'impôt sur les plus-values accumulées à ce moment (celles de la première phase), et investir la somme restant après impôt dans des obligations dégagant un taux de rendement fixe r , soumis à l'impôt au taux t_i , et dégagant un patrimoine final de W_s ,

2. soit conserver les actions pour la seconde phase (finale) et acquitter l'impôt sur les plus-values à la fin de celle-ci, à la fois sur les gains réalisés au cours de la première et de la seconde période, ce qui aboutit à un patrimoine final de W_H .

Supposons que l'objectif de l'investisseur consiste à maximiser son patrimoine (final) à la fin de la seconde période³. Pour que les options (a) et (b) lui procurent le même avantage final, il doit arriver au même patrimoine en fin de seconde phase ($WS=WH$), condition que l'on notera sous la forme :

$$(1+e_1(1-t_{c1}))(1+r(1-t_i)) = (1+e_1)(1+e_2)-t_{c2}[(1+e_1)(1+e_2)-1] \quad (A.1)$$

où t_{c1} correspond au taux d'imposition effectif sur les plus-values de la première phase et t_{c2} au taux d'imposition effectif sur les plus-values accumulées sur les deux phases⁴.

Pour illustrer l'effet de blocage des transactions, il est utile de calculer le rendement des actions de la seconde phase (e_2) comme fonction du rendement des actions de la première phase, du taux d'intérêt des obligations et des taux d'imposition applicables, qui correspondrait à une « indifférence pour la durée de détention » (c'est-à-dire cohérente avec l'absence de préférence de l'investisseur entre la cession et la conservation, c'est-à-dire entre l'option (a) et l'option (b)). Pour déterminer e_2 , il convient tout d'abord de reformuler l'équation (A.1) comme suit :

$$(1+e_1)(1+e_2)(1-t_{c2}) = (1+e_1(1-t_{c1}))(1+r(1-t_i))-t_{c2} \quad (A.2a)$$

Si l'on divise les deux membres de l'équation par $(1+e_1)(1-t_{c2})$ et que l'on développe le membre de droite, on obtient :

$$(1+e_2) = (1+r(1-t_i)+e_1(1-t_{c1})+r(1-t_i)e_1(1-t_{c1})-t_{c2})/(1+e_1)(1-t_{c2}) \quad (A.2b)$$

ou bien,

$$e_2 = (1+r(1-t_i)+e_1(1-t_{c1})+r(1-t_i)e_1(1-t_{c1})-t_{c2}-(1+e_1)(1-t_{c2}))/((1+e_1)(1-t_{c2})). \quad (A.2c)$$

En développant le numérateur du second membre et en simplifiant, on obtient :

$$e_2 = [r(1-t_i)(1+e_1(1-t_{c1}))-e_1t_{c1}+t_{c2}e_1]/((1+e_1)(1-t_{c2})) \quad (A.2d)$$

ou bien,

$$e_2 = [r(1-t_i)(1+e_1(1-t_{c1}))+e_1(t_{c2}-t_{c1})]/((1+e_1)(1-t_{c2})). \quad (A.2e)$$

Si l'on divise par $(1-t_{c2})$, on arrive à l'équation suivante :

$$e_2 = [(r(1-t_i)/(1-t_{c2}))(1+e_1(1-t_{c1}))+e_1(t_{c2}-t_{c1})/(1-t_{c2})]/(1+e_1) \quad (A.3)$$

L'effet de blocage des transactions dans les systèmes d'imposition uniforme (proportionnelle) des plus-values

Partons du cas dans lequel les plus-values de la première phase sont imposées à la fin de celle-ci selon l'option (a) à un taux d'imposition de droit commun t_{cs} , pour lequel $t_{c1}=t_{cs}$, tandis que selon l'option (b), les plus-values cumulées de la première et de la seconde phase sont imposées à leur réalisation en fin de seconde phase au même taux, ce qui suppose que $t_{c1}=t_{c2}=t_{cs}$. Tel serait le cas notamment si les plus-values étaient imposées au même taux de droit commun uniforme, au moment de la réalisation, quelle que soit la durée de détention et sans ajustement des intérêts pour tenir compte du report d'impôt.

L'effet de blocage des transactions est représenté par le calcul du taux de rendement avant impôt qu'auraient dégagé les actions à la fin de la seconde phase (e_2) pour remplir

la condition de neutralité, prévue par (A.3). Dans ce cas, le rendement de la seconde phase nécessaire pour atteindre un résultat neutre serait le suivant :

$$e_2 = [(r(1-t_i)/(1-t_{cs}))(1+e_1(1-t_{cs}))]/(1+e_1) \quad (\text{A.4})$$

Si le taux d'imposition sur les plus-values est égal à celui sur les obligations, c'est-à-dire que $t_{cs}=t_i=t$ (comme ce serait le cas dans un système qui imposerait la totalité des plus-values en tant que revenu ordinaire), le rendement neutre de la seconde phase est noté⁵ :

$$e_2 = r(1+e_1(1-t))/(1+e_1) \quad (\text{A.5})$$

Avec $((1+e_1(1-t))/(1+e_1)) < 1$ pour les valeurs positives de t , ce résultat montre que lorsque les plus-values sont imposées en tant que revenu ordinaire à leur réalisation, il importe peu à l'investisseur de conserver ou de vendre ses actions si leur taux de rendement est inférieur à celui des obligations (les deux options aboutissant au même patrimoine final), ce qui démontre l'effet de blocage des transactions. L'investisseur est prêt à accepter un rendement inférieur pour ses actions en contrepartie de l'avantage du report d'impôt (report de l'impôt sur les plus-values calculé sur les gains de la première phase) dont il bénéficie s'il conserve les titres.

Lorsque le taux de rendement sur les actions de la seconde période e_2 est supérieur à la valeur d'indifférence représentée par l'équation (A.5), mais inférieur au taux d'intérêt du marché, l'investisseur choisira sans doute de conserver les actions, plutôt que de les vendre pour acquérir des obligations. Cet effet pervers pose un problème d'efficacité, sachant que sur l'intervalle $(r(1+e_1(1-t))/(1+e_1) < e_2 < r)$, le taux de rendement des actions avant impôt est inférieur au taux d'intérêt du marché, ce qui n'empêche pas l'effet de blocage des transactions de décourager les ajustements de portefeuille au profit d'actifs dégageant un taux de rendement avant impôt supérieur.

Cette distorsion est d'autant plus prononcée que les plus-values de la première phase sont élevées, car cela tend à accroître les avantages associés au report de l'impôt qui découle de la rétention. Ce phénomène peut être démontré en différenciant e_2 , représenté par (A.5), par rapport à e_1 , selon la formule suivante⁶ :

$$(\partial e_2 / \partial e_1) = -t(r/(1+e_1)^2) < 0 \quad (\text{A.6})$$

En d'autres termes, plus le rendement de la première phase sera élevé – et donc plus les économies d'impôt liées au report seront potentiellement importantes –, moins le taux de rendement avant impôt des actions, qui fait basculer l'investisseur en faveur de leur conservation, sera important, et plus lourdes seront les pertes d'efficacité potentielles liées à un système d'imposition des plus-values réalisées.

De façon générale, plus l'encours des rendements accumulés en conséquence du report d'impôt augmente, et donc plus les économies d'impôt liées à ce report sont significatives, moins le taux de rendement avant impôt de l'actif « bloqué », qui maintiendrait l'indifférence ou la préférence de l'investisseur pour un non-ajustement de son portefeuille, sera élevé et plus lourdes seront en conséquence les pertes d'efficacité potentielles liées à un système d'imposition des plus-values réalisées. L'observation générale de pertes d'efficacité plus prononcées lorsque s'accumulent les plus-values non constatées (non taxées) vaut aussi bien pour les distorsions de l'allocation du capital productif que pour les distorsions de l'allocation de portefeuille.

2. Méthodes de neutralisation de l'effet de blocage des transactions

Compte tenu de l'effet de blocage des transactions induit par l'avantage de conserver les actions ayant enregistré des plus-values significatives et des inefficiences en termes de portefeuille et des pertes de productivité potentielles qui s'en suivent, il semble intéressant de voir si l'on peut couper court à l'avantage du report et à son effet de blocage des transactions. La présente section sera consacrée aux différentes solutions ressortant du modèle en deux phases.

a) Les taux d'imposition sur les plus-values dépendent de la durée de détention

Partant de (A.1), on peut poser l'équation suivante pour laquelle les taux d'imposition des plus-values (réalisées) de la première phase t_{c1} et des plus-values latentes des deux phases t_{c2} seraient tels qu'un investisseur n'aurait aucun avantage à détenir des actions plutôt que des obligations qui présenteraient le même taux de rendement avant impôt ($e_2=r$).

Le membre de droite de l'équation (A.1) peut être présenté de la manière suivante :

$$WH = (1+e_1)(1+e_2)(1-t_{c2})+t_{c2} = (1+e_1+e_2+e_1e_2)(1-t_{c2})+t_{c2} \quad (A.7a)$$

ou bien,

$$WH = 1-t_{c2}+e_1(1-t_{c2})+e_2(1-t_{c2})+e_1e_2(1-t_{c2})+t_{c2} \quad (A.7b)$$

Ce qui donne après simplification :

$$WH = 1+e_1(1-t_{c2})+e_2(1-t_{c2})(1+e_1) \quad (A.7c)$$

Le membre de gauche de l'équation peut être présenté de la manière suivante :

$$WS = (1+e_1)(1+r(1-t_i))-e_1t_{c1}(1+r(1-t_i)) = 1+e_1+(1+e_1)r(1-t_i)-e_1t_{c1}(1+r(1-t_i)) \quad (A.8a)$$

ou bien,

$$WS = 1+e_1(1-t_{c1}(1+r(1-t_i))+r(1-t_i)(1+e_1)) \quad (A.8b)$$

Si l'on compare (A.7c) et (A.8b), on voit bien que tous deux dégagent le même rendement pour la seconde phase ($e_2=r$), et que le patrimoine final est le même ($WH=WS$) si le taux d'imposition est conforme au modèle suivant :

$$t_{c2} = t_{c1}(1+r(1-t_i)) \quad (A.9a)$$

$$t_{c2}=t_i \quad (A.9b)$$

La structure d'imposition neutre établit une différence selon que les actions sont détenues pendant une phase ou les deux. Lorsque les plus-values latentes sur les actions détenues pendant les deux phases sont imposées au taux t_i et que les plus-values réalisées sur une période le sont au taux inférieur de $t_i/(1+r(1-t_i))$, qui tient compte de la valeur temporelle de l'argent, l'avantage du report associé à la conservation des actions – et donc l'effet de blocage des transactions – disparaît.

La structure d'imposition représentée par (A.9) soulève toutefois plusieurs difficultés. Premièrement, un système d'imposition des plus-values sur les actions détenues pendant une période donnée à un taux inférieur à celui de l'intérêt ($t_{c1}<t_i$) inciterait les investisseurs à placer des capitaux (supplémentaires) plutôt en actions qu'en obligations si les deux types d'actifs présentent le même taux de rendement avant impôt, avec :

$$(1+e_1(1-t_{c1})) > (1+r(1-t_i)) \text{ où } e_1=r \text{ et } t_{c1}=t_i/(1+r(1-t_i)) \quad (\text{A.10})$$

Deuxièmement, si l'on étend l'analyse précédente à une situation à phases multiples, il ressort par exemple que si le taux d'imposition des plus-values réalisées sur des actions détenues pendant une longue période (25 ans, par exemple) est fixé au taux de droit commun t_i , alors le taux d'imposition correspondant sur les plus-values réalisées sur des actions détenues pendant un an serait très faible, voire proche de zéro, ce qui peut engendrer des problèmes en termes de recettes entre autres. En d'autres termes, dans le contexte réel de phases multiples, on ne voit pas bien comment étalonner la structure d'imposition dans le cadre de cette approche – c'est-à-dire comment choisir la durée de détention de référence pour laquelle les plus-values accumulées seraient taxées au taux d'imposition de base.

b) Intérêts de pénalité pour l'impôt différé sur les plus-values

D'un autre côté, on peut envisager d'appliquer le même taux d'imposition de droit commun sur les intérêts et les plus-values réalisées ($t=t_{c1}=t_{c2}=t_i$), mais en imposant une charge d'intérêts en cas de report de l'imposition des plus-values (par exemple en appliquant des intérêts au taux de $r(1-t)$ sur l'impôt différé des plus-values de la première phase), comme l'a proposé initialement Vickery (1947). Pour examiner cette approche, on notera que le patrimoine final pris en compte dans l'option (b) consistant à conserver les actions peut s'exprimer comme suit (sur la base de (A.1), avec $t=t_{c2}=t_i$) :

$$WH = (1+e_1)(1+e_2) - t[(1+e_1)(1+e_2) - 1] = (1+e_1)(1+e_2) - t[e_1 + (1+e_1)e_2] \quad (\text{A.11})$$

Dans le cas de l'option (a), qui consiste à vendre les actions pour investir dans des obligations, et en supposant que ($t=t_{c1}=t_i$), le patrimoine final est représenté par la formule suivante :

$$WS = (1+e_1(1-t))(1+r(1-t)) = (1+e_1)(1+r) - t[e_1(1+r(1-t)) + (1+e_1)r] \quad (\text{A.12})$$

En comparant (A.12) et (A.13), on voit bien que, si les deux placements dégagent le même rendement pour la seconde phase ($e_2=r$), alors le patrimoine final est équivalent dans les deux cas si l'État décide d'appliquer des intérêts à un taux de $r(1-t)$ sur l'impôt différé pour les plus-values de la première phase. Cette approche résoudrait le problème de liquidité induit par l'imposition des plus-values latentes, en taxant les plus-values à leur réalisation, ce qui rétablirait la neutralité. Il est toutefois ennuyeux que les contribuables et l'administration fiscale ne puissent pas déterminer la structure effective des plus-values au cours de la durée de détention pour des actifs difficilement évaluable (par exemple qui ne seraient pas négociés sur des marchés actifs). Ainsi, dans notre modèle à deux phases, la plus-value totale (cumulée sur les deux phases) est connue au moment de la vente, mais pas sa ventilation entre la première phase et la seconde. Il serait donc impossible de manière générale de calculer la charge d'intérêts correcte sur les plus-values cumulées qui permettrait de prendre une décision de placement fiscalement neutre.

c) Intérêts de pénalité pour l'impôt différé sur les plus-values sur la base d'une structure théorique des gains

Une autre solution consisterait à supposer que les plus-values s'accumulent de manière régulière tout au long de la durée de détention, et de taxer les intérêts sur la base du gain théorique dégagé pour chaque phase. Dans l'exemple en deux phases, avec la plus-value totale de $[(1+e_1)(1+e_2) - 1]$ observable mais dont les valeurs e_1 et e_2 sont inconnues, le taux de rendement uniforme théorique pourrait être mesuré à l'aide de l'identité suivante, qui représente les rendements spécifiques à chaque période, non observables, sous forme de moyenne cumulée théorique :

$$(1+e_1)(1+e_2)-1 = (1+e_n)^2-1 \quad (\text{A.13a})$$

ce qui aboutit à l'équation suivante pour le rendement théorique par phase :

$$e_n=[(1+e_1)(1+e_2)]^{1/2}-1 \quad (\text{A.13b})$$

On pourrait donc appliquer des intérêts de pénalité à la plus-value théorique de la première phase au taux $r(1-t)$. Cependant, comme l'ont montré Green et Sheshinski, l'effet de blocage des transactions ne disparaîtrait pas pour autant chez les investisseurs dégageant pour la première phase un taux de rendement largement supérieur à e_n (et inférieur à e_n , pour la seconde phase, voire en-deçà du taux d'intérêt du marché), qui seraient incités à conserver leurs actions pour bénéficier de la possibilité (plus limitée toutefois) de report de l'impôt. L'utilité de conserver les titres serait toutefois moins marquée que dans une situation de non-application d'intérêts. Dans le même temps, il faut admettre que l'imposition d'une telle charge d'intérêt inciterait les contribuables à demander que les moins-values soient reportées avec les intérêts.

d) Imposition rétrospective

Auerbach (1991) propose un autre système. Son approche « rétrospective » suppose, comme celle de Vickery, une imposition des plus-values au moment de leur réalisation, ce qui permet d'éviter les problèmes de liquidité soulevés par un véritable système d'imposition des plus-values latentes (valorisation au prix du marché). En outre, il évite l'effet de blocage des transactions tout en supprimant les occasions de procéder à un arbitrage fiscal, c'est-à-dire d'éviter l'imposition en revendant immédiatement des actifs en perte, tout en conservant ceux qui dégagent des plus-values.

Ce système, qui ne nécessite pas de connaître le profil temporel réel des prix des actifs, repose toutefois sur des informations sur les *estimations ex ante de la valeur future* des actifs générateurs de plus-values (ainsi que des taux d'intérêt du marché), à partir de l'hypothèse selon laquelle les investisseurs choisiraient l'option optimale d'allocation de leurs placements. Même si ce principe permet en théorie d'éviter de recourir aux marchés secondaires, on ne voit pas précisément dans la pratique comment seraient déterminées les estimations des prix de vente futurs sur la base du taux de rendement requis par l'actionnaire et accepté par les contribuables et par les autorités fiscales. La caractéristique la plus gênante de ce modèle réside peut-être dans le fait qu'il permette l'imposition des plus-values sur un actif qui aurait subi une perte.

e) Neutralité de la durée de détention selon le modèle norvégien dit « de l'actionnaire »

On utilisera ici le modèle en deux phases détaillé plus haut pour illustrer les implications en termes de neutralité de la décision de placement du « modèle de l'actionnaire » mis au point par l'État norvégien. Comme on l'a vu dans le corps du texte, le « modèle de l'actionnaire », applicable en Norvège à partir de 2006, limite l'imposition des plus-values des personnes physiques aux rendements supérieurs à la normale dégagés sous forme de plus-values ou de dividendes. De ce fait, un abattement est prévu pour les plus-values « normales » (leur perception par l'actionnaire n'est pas imposée, et elles ne sont donc taxées que via l'impôt sur les sociétés, à 28 %), tandis que les rendements supérieurs à ce niveau sont imposés à un taux combiné sociétés/revenu effectif de 48.16 % – tout d'abord aux 28 % de l'impôt sur les sociétés, le montant imposable par la suite (72 %) de ces gains sous forme de plus-values ou de dividendes étant ensuite taxé à hauteur de 28% supplémentaires au niveau de l'actionnaire⁷. Ce taux d'imposition combiné de 48.16 % des rendements supérieurs à la normale est nettement supérieur à celui de 28 % prévu par le système RISK, qui prévalait jusqu'à 2006⁸.

Les rendements dits normaux sont exemptés d'impôt sur le revenu parce qu'ils constituent un gain exonéré d'impôt sur les actions, égal au coût d'acquisition multiplié par un taux de rendement normal après impôt, à répartir entre les bénéficiaires distribués et les bénéficiaires réinvestis. Les plus-values imposables sont calculées sur la base du prix de vente moins le coût d'acquisition, moins d'éventuels « rendements exonérés » résiduels non alloués au bénéficiaire distribué. Le solde des rendements exonérés résiduels peut faire l'objet d'un report à nouveau à un taux d'intérêt après impôt égal à celui employé pour fixer ces mêmes rendements résiduels.

Dans le contexte de notre modèle simple en deux phases, et avec une imposition selon le « modèle de l'actionnaire », l'investisseur décide en fin de période soit *i*) de revendre ses actions génératrices de plus-values cumulées égales à e_1 , de payer l'impôt au taux t_p sur la tranche de rendement de ces plus-values supérieure à la normale et d'investir le capital récupéré et le rendement après impôt dans des emprunts d'État rémunérés à un taux sans risque de r , soumis à un taux d'imposition t_p à la fin de la seconde phase, ce qui aboutit à un patrimoine final W_L^* , soit *ii*) de conserver les actions au cours de la seconde phase (phase finale) et d'acquitter l'impôt sur les plus-values pour les deux phases à la fin de la seconde ($e_1+e_2(1+e_1)$), sachant qu'il bénéficie d'un abattement pour les gains des deux phases, ce qui aboutit à un patrimoine final WH^* . Pour que les deux options présentent exactement les mêmes avantages pour l'investisseur, elles doivent aboutir au même patrimoine à la fin de la seconde phase, condition qui peut être notée comme suit ($W_L^*=WH^*$) :

$$(1+e_1-t_p\{e_1-s\})(1+r(1-t_p)) = (1+e_1)(1+e_2)-t_p\{((1+e_1)(1+e_2)-1)-s(1+r^{cf})-s\} \quad (A.14)$$

où t_p correspond au taux d'imposition (uniforme) sur les plus-values (28 %) applicable aux plus-values et aux revenus d'intérêt réalisés et s au taux d'abattement personnel. Le montant de l'abattement (le rendement exonéré) au cours de la première phase est égal à s unités, s représentant le taux de rendement exonéré, tandis que le montant du capital investi est égal à une unité monétaire. Dans le cas de la première option, qui consiste à revendre les actions pour acheter des obligations, il n'y a pas d'abattement durant la seconde phase. En ce qui concerne la deuxième option, l'abattement de la seconde période est égal à l'abattement (non utilisé) de s unités pour la première phase, reporté au taux r^{cf} , plus un abattement supplémentaire de s unités au titre du montant du capital investi initial restant alloué aux actions durant la seconde phase.

Selon ce modèle de l'actionnaire, le taux de rendement exonéré est supposé égal au taux normal de rendement du marché (sans risque) après impôt sur les sociétés, soit $s=r(1-t_c)$, sachant que t_c correspond au taux d'imposition uniforme sur les sociétés (28 %, tout comme le taux d'imposition sur les plus-values des personnes physiques). Le taux de report r^{cf} est supposé égal à s . En d'autres termes :

$$(1-t_p)=(1-t_c) \quad (A.15a)$$

$$s=r^{cf}=r(1-t_c) \quad (A.15b)$$

Dans le cas précis où l'actif générateur de gains dégage un taux de rendement dit normal ($r(1-t_c)$), l'équation (A.14) montre bien que la condition d'équivalence ($W_L^*=WH^*$) est remplie. Si l'actif dégage des rendements supérieurs à la normale, on se trouve en présence d'une incitation au blocage résultant de la limitation de l'abattement personnel à un taux de rendement normal. En outre, l'État norvégien souligne que le modèle de l'actionnaire n'est pas entièrement neutre, même si les actifs dégagent un rendement normal, car l'abattement peut uniquement venir en déduction des plus-values dégagées par la même action. Tout abattement excédentaire est donc perdu à la cession de

l'actif correspondant si le prix de vente ne suffit pas à l'absorber, c'est-à-dire si le traitement des pertes et des profits n'est pas complètement symétrique.

Notes

- ¹ Les distorsions de l'allocation de l'épargne des ménages (par exemple entre des emprunts d'État et des obligations d'entreprises) ne supposent pas nécessairement des distorsions de l'allocation du capital productif, celui-ci pouvant n'avoir aucun lien avec la proportion de l'épargne intérieure consacrée aux actions (par exemple lorsque des investisseurs non résidents sont les fournisseurs complémentaires de capitaux propres).
- ² La représentation de l'effet de blocage des transactions suppose (dans la lignée de Green et Sheshinski, 1978) que les actions dégagent un taux de rendement variable, mais pas nécessairement incertain ou risqué. L'analyse prend notamment pour hypothèse que le rendement de la seconde phase, inconnu au début de la première, sera toutefois connu de l'investisseur à la fin de celle-ci.
- ³ Cette hypothèse permet de se concentrer sur les distorsions fiscales liées au blocage des transactions, par opposition aux distorsions intertemporelles du rapport entre décision de consommation et décision d'épargne, que l'on rencontre fréquemment dans le domaine de la fiscalité des revenus financiers.
- ⁴ Dans l'équation (A.1), le taux d'imposition effectif des plus-values de la première phase t_{c1} est évalué à la fin de celle-ci. En conséquence, si les plus-values de la première phase étaient taxées à la fin de la seconde phase au taux τ , t_{c1} serait alors égal à $\tau/(1+r(1-t_i))$, avec r représentant le taux d'emprunt et t_i le taux d'imposition auquel sont déduits les intérêts. Dans ce cas, le membre de gauche de l'équation (A.1), que l'on peut noter comme suit : $(1+e_1)(1+r(1-t_i))-t_{c1}e_1(1+r(1-t_i))$, serait égal à $(1+e_1)(1+r(1-t_i))-(\tau/(1+r(1-t_i)))e_1(1+r(1-t_i))$, ce qui une fois simplifié aboutit au montant ci-après pour la fin de la seconde phase : $(1+e_1)(1+r(1-t_i))-\tau e_1$. Le taux d'imposition effectif sur les gains accumulés au cours des deux phases t_{c2} est mesuré à la fin de la seconde.
- ⁵ D'après l'équation (A.4), le rendement des actions au cours de la seconde phase qui permettrait d'atteindre un niveau neutre serait d'autant plus faible que le taux d'imposition de droit commun sur les plus-values t_{cs} serait bas par rapport au taux d'imposition sur les intérêts t_i . Cette situation peut se produire, par exemple, lorsque les plus-values et les intérêts sont imposés en tant que revenu ordinaire ($t_{cs}=t_i$), mais que les premières ne le sont qu'en partie (ce que l'on appelle un système d'inclusion partielle). L'effet fiscal dissuadant de revendre les actions au profit d'obligations résulte de l'effet de blocage des transactions et de la différence de taux d'imposition (même avec une imposition des plus-values latentes, le rendement « neutre » des actions pour la seconde phase serait inférieur à l'intérêt servi sur les obligations). Pour étudier de plus près la distorsion induite par le report, on étudie ici le cas dans lequel le taux d'imposition de droit commun sur les plus-values est égal à celui sur les intérêts.
- ⁶ La dérivée est calculée comme suit : $(\partial e_2/\partial e_1) = (1+e_1)r(1-t) - r(1+e_1(1-t))/(1+e_1)^2$, et se simplifie comme l'indique le texte.
- ⁷ Le taux effectif combiné est obtenu par la formule $0.28+0.28(1-0.28)=0.4816$.

- ⁸ Précisons que, dans le même temps, les taux d'imposition marginaux sur le revenu du travail des personnes physique ont été abaissés en Norvège en 2006. La combinaison d'une diminution du taux d'imposition des revenus du travail et d'une augmentation de la taxation des rendements supérieurs à la moyenne (réalisés sous forme de dividendes ou de plus-values) devrait limiter l'incitation à convertir le revenu du travail en revenu financier.

ANNEXE B

MESURES DE L'AVERSION POUR LE RISQUE

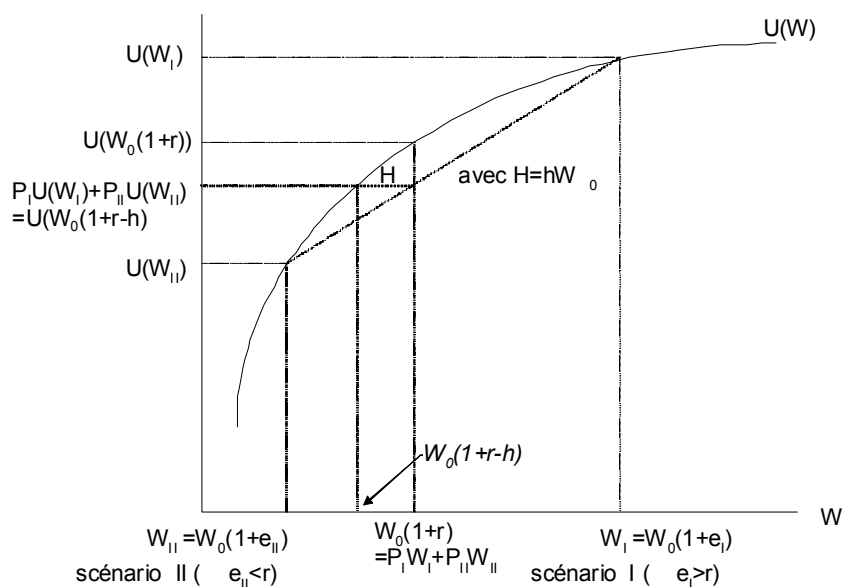
La présente annexe donne la définition d'un investisseur hostile au risque, examine différentes mesures de l'aversion pour le risque utiles à l'analyse des effets potentiels de l'imposition sur la propension au risque, et examine dans quelle mesure le degré d'aversion (absolue) pour le risque pèse sur la prime de risque exigée par les investisseurs hostiles au risque¹.

1. Définition de l'investisseur hostile au risque

L'analyse classique des effets potentiels de l'imposition sur la propension au risque suppose une croissance de la fonction d'utilité (préférences individuelles) de la richesse, mais à un taux décroissant (la fonction d'utilité de la richesse est donc concave $\{U'(W)>0, U''(W)<0\}$, comme dans le graphique A.B.1. ci-dessous). Une diminution de l'utilité marginale de la richesse suppose une aversion pour le risque. Plus l'investisseur évitera le risque, plus la représentation de la fonction d'utilité sera concave (et plus l'aversion du risque absolue R_A sera importante, comme on le verra).

Graphique A.B.1

Illustration des préférences et de la prime de risque des investisseurs hostiles au risque



Un investisseur présentant une aversion pour le risque se caractérisera notamment par la formule suivante :

$$U(W_0(1+r)) > P_I U(W_0(1+e_I)) + P_{II} U(W_0(1+e_{II})) \quad (B.1)$$

avec² :

$$W_0(1+r) = P_I W_0(1+e_I) + P_{II} W_0(1+e_{II}) \quad (B.2)$$

où W_0 mesure la richesse en début de période, r correspond au rendement certain d'un investissement nominal « sans risque » en obligations et e_I et e_{II} les rendements incertains d'un placement « risqué » en actions, avec les probabilités P_I et $P_{II}=1-P_I$. En d'autres termes, un investisseur évitant le risque préférera obtenir à coup sûr une richesse donnée en fin de période $W_0(1+r)$ qu'une richesse « risquée » ou incertaine, si la richesse attendue (pondérée des probabilités) en fin de période est égale à la richesse certaine en fin de période. Un tel résultat s'accorde bien avec une fonction d'utilité concave.

2. Mesure de la prime de risque

Comme le montre le graphique A.B.1, un investisseur hostile au risque choisira indifféremment entre *i*) un investissement incertain avec une richesse en fin de période $W_I = W_0(1+e_I) = W_0(1+r+g_I)$, moyennant une probabilité P_I , et $W_{II} = W_0(1+e_{II}) = W_0(1+r+g_{II})$, moyennant une probabilité $(1-P_I)$, avec $E[g_s] = 0$ et $\text{var}(g) = E[(g_s - E[g_s])^2] = E[g_s^2] = \sigma_g^2$, et *ii*) un investissement certain aboutissant à une richesse de fin de période de $W_0(1+r-h) = W_0(1+r)-H$, avec $H = hW_0$.

Le montant H peut être interprété comme la *prime de risque* que l'investisseur accepterait pour abandonner un placement sans risque aboutissant à une richesse de fin de période $W_0(1+r-h)$ au profit d'un investissement risqué dont la richesse de fin de période attendue correspondrait à $E[W_0(1+e_s)] = E[W_0(1+r+g_s)] = E[W_0(1+r)+G_s]$, avec $G_s = g_s W_0^3$. On peut également interpréter H comme la prime de risque que l'investisseur serait prêt à payer pour détenir l'actif sûr dégageant en fin de période la même richesse que l'actif risqué et éviter ainsi l'incertitude (ce qui correspond à la différence entre le rendement attendu de l'actif risqué et le rendement certain de l'actif sans risque). Dans les deux cas, H s'inscrit dans l'identité suivante :

$$U(W_0(1+r)-H) = E[U(W_0(1+r)+G_s)] \quad (B.3)$$

G ayant les propriétés suivantes :

- valeur attendue : $E[G_s] = E[g_s W_0] = W_0 E[g_s] = 0$ (B.4a)

- variance : $\text{var}(G_s) = E[(G_s - E[G_s])^2] = E[(g_s W_0)^2] = (W_0)^2 E[g_s^2] = (W_0)^2 \sigma_g^2 = \sigma_G^2$ (B.4b)

Comme le montrent la formule ci-après et le graphique A.B.1, la prime de risque augmente parallèlement à la variance du rendement risqué et à la concavité de la fonction d'utilité.

On peut calculer les valeurs approchées des fonctions de l'équation (B.3) sur la base d'une approximation en série de Taylor autour du point $W_0(1+r)$ ⁴. Sur la base d'un développement au premier ordre du membre de gauche en série de Taylor, on obtient⁵ :

$$\begin{aligned} U(W_0(1+r)-H) \approx & U(W_0(1+r)) + U'(W_0(1+r)) \cdot (W_0(1+r)-H - W_0(1+r)) \\ & + U''(W_0(1+r)) \cdot (W_0(1+r)-H - W_0(1+r))^2 / 2 + \dots \end{aligned} \quad (B.5a)$$

ou, sous forme simplifiée :

$U(W_0(1+r)-H) \approx U(W_0(1+r)) - U'(W_0(1+r)) \cdot H + U''(W_0(1+r)) \cdot H^2/2$ + termes d'ordre plus élevés

(B.5b)

Le développement en série de Taylor au second ordre du membre de droite de (B.3) nous donne :

$$E[U(W_0(1+r)+G_s)] \approx E[U(W_0(1+r))] + E[U'(W_0(1+r)) \cdot (W_0(1+r)+G_s - W_0(1+r))] + E[U''(W_0(1+r)) \cdot (W_0(1+r)+G_s - W_0(1+r))^2/2] \quad (B.6a)$$

ou, après simplification :

$$E[U(W_0(1+r)+G_s)] \approx U(W_0(1+r)) + U'(W_0(1+r)) \cdot E[G_s] + U''(W_0(1+r)) \cdot E[G_s^2]/2 \quad (B.6b)$$

avec, comme on l'a indiqué, $E[G_s]=0$ et $\text{var}(G) = (W_0)^2 \sigma_g^2 = \sigma_G^2$. De ce fait, on peut noter (B.6b) de la manière suivante :

$$E[U(W_0(1+r)+G_s)] \approx U(W_0(1+r)) + U''(W_0(1+r)) \cdot \sigma_G^2/2 \quad (B.6c)$$

Si on remplace par (B.4b) et (B.5c) les termes de l'équation (B.3) définissant la prime de risque H, on obtient :

$$U(W_0(1+r)) - H \cdot U'(W_0(1+r)) = U(W_0(1+r)) + U''(W_0(1+r)) \cdot \sigma_G^2/2 \quad (B.7a)$$

ce qui, une fois simplifié, aboutit à l'identité suivante (en ignorant h^2 , qui doit être relativement insignifiant) :

$$H = -(U''(W_0(1+r))/U'(W_0(1+r))) \cdot \sigma_G^2/2 \quad (B.7b)$$

Sur la base de la définition ci-après de l'aversion absolue pour le risque (R_A) en fonction d'une richesse certaine $W_0(1+r)$:

$$R_A = -U''(W_0(1+r))/U'(W_0(1+r)) \quad (B.8)$$

la prime de risque peut être exprimée simplement sous la forme :

$$H = R_A \cdot \sigma_G^2/2 \quad (B.9)$$

De ce fait, la prime de risque augmente en fonction du degré d'aversion absolue pour le risque (c'est-à-dire du degré de concavité de la fonction d'utilité) et de la variance des rendements incertains (comme le montre bien le graphique A.B.1, plus la concavité de la fonction d'utilité et la variance des rendements sont importantes, plus le segment H est long). Pour une prime de risque H, l'investisseur choisit indifféremment entre une richesse sans risque (certaine) en fin de période $(W_0(1+r)-H) = (W_0(1+r) - R_A \cdot \sigma_G^2/2)$ et une richesse incertaine en fin de période, avec une moyenne $W_0(1+r)$ et une variance arbitrairement limitée σ_G^2 .

R_A et donc la prime de risque H, peuvent varier en fonction de la richesse, selon que l'aversion pour le risque de l'investisseur est constante, croissante ou décroissante en valeur absolue (σ_g^2 ne varierait pas avec la richesse de l'investisseur). Dans une situation « normale » d'aversion absolue décroissante, H doit diminuer parallèlement à l'augmentation de la richesse, toutes choses égales par ailleurs.

Aversion pour le risque absolue et relative

Les deux principales mesures d'aversion pour le risque (concernant la forme de la fonction d'utilité définie pour la richesse incertaine) existant dans les documents traitant de ce sujet sont les suivantes⁶ :

1. R_A = aversion absolue pour le risque : $-U''(W)/U'(W)$ (dérivée logarithmique de l'utilité marginale)
2. R_R = aversion relative pour le risque : $-U''(W)W/U'(W)$ (élasticité de la richesse en fonction de l'utilité marginale)

$R_A = -U''(W)/U'(W)$ est qualifiée de mesure de l'aversion *absolue* pour le risque en car elle sert à mesurer le niveau de richesse absolue H qu'un investisseur hostile au risque accepterait de recevoir pour renoncer à une richesse certaine en fin de période ($W_0(1+r) - H$) au profit d'une richesse incertaine en fin de période ($W_0(1+r) + G_s$), sachant que $E[G_s] = 0$ et $\text{var}(G) = \sigma_G^2$.

Dans les publications des spécialistes, on considère généralement comme « normal » ou représentatif le fait que l'aversion pour le risque absolue d'un investisseur suive une tendance décroissante, c'est-à-dire que R_A recule parallèlement à l'augmentation de la richesse initiale ($\partial R_A / \partial W_0 < 0$). Dans ce cas, il est prévu que l'investisseur détienne une quantité plus importante d'actifs risqués dans son portefeuille pour des niveaux de richesse initiale supérieurs (l'élasticité de la demande d'actifs risqués en fonction de la richesse est positive ($\eta > 0$)). En d'autres termes, l'actif risqué n'est pas un bien inférieur.

$R_R = -U''(W)W/U'(W)$ est qualifiée de mesure de l'aversion *relative* pour le risque car elle sert à mesurer la part de richesse qu'un investisseur hostile au risque accepterait de recevoir pour renoncer à une richesse certaine en fin de période au profit d'une richesse incertaine en fin de période. En fonction de ses préférences en matière de risque (c'est-à-dire de l'utilité marginale de la richesse à différents niveaux de richesse), l'investisseur pourra témoigner d'une aversion pour le risque croissante, constante ou décroissante. En cas d'aversion croissante ou décroissante, le pourcentage ou la part de la richesse initiale investie dans un actif risqué s'inscrit respectivement en hausse ou en baisse parallèlement à l'augmentation de la richesse.

Notes

- ¹ Voir Pratt (1964) ainsi qu'Atkinson et Stiglitz (1980).
- ² Le graphique B.1 part de l'hypothèse selon laquelle les taux de rendement sans risque et risqués répondent aux conditions de B.2 (pour une probabilité donnée P_I, P_{II}).
- ³ La prime de risque $H = hW_0$ peut aussi être interprétée comme le montant que l'actionnaire hostile au risque serait prêt à payer pour éviter le risque associé au placement risqué.
- ⁴ La formule générale pour l'approximation en série de Taylor de la fonction $f(x)$ autour du point $f(a)$ est la suivante : $f(x) \approx f(a) + f'(a) \cdot (x-a) + f''(a) \cdot (x-a)^2 / 2! + f'''(a) \cdot (x-a)^3 / 3! + \text{termes d'ordre supérieur}$.
- ⁵ Une expansion de premier ordre ignore la dérivée seconde et les termes d'ordre supérieur.

- ⁶ L'aversion absolue pour le risque est la dérivée de l'utilité marginale mesurée selon une échelle logarithmique, tandis que l'aversion relative correspond à l'élasticité de l'utilité marginale en fonction de la richesse. Toutes deux sont mesurées à partir de la *richesse de fin de période*, et toutes deux sont positives pour un investisseur hostile au risque (pour lequel $U''(W) < 0$).

ANNEXE C

EFFETS POSSIBLES DE L'IMPOSITION DES PLUS-VALUES SUR L'ALLOCATION DU PORTEFEUILLE (PRISE DE RISQUE)

La présente annexe donne des détails supplémentaires sur l'analyse des effets possibles de l'imposition des plus-values sur la propension au risque des personnes physiques, sur la base des travaux initiaux réalisés dans ce domaine par Domar et Musgrave (1944), par Stiglitz (1969) et par Atkinson et Stiglitz (1980). On examinera tout d'abord l'allocation de portefeuille en l'absence d'imposition des plus-values. L'analyse présente ici le cadre de base, se penche sur l'approche utilisée pour déterminer la demande de risque à effet de maximisation de la richesse, et décrit la dépendance de la demande de risque vis-à-vis des préférences de l'investisseur en matière de risque. Les effets de l'introduction de l'imposition des plus-values sont ensuite ajoutés à l'analyse, dans un premier temps sur la base d'un traitement symétrique des plus-values et des moins-values (compensation intégrale des pertes), imposées au même taux que les produits d'intérêts. Ces hypothèses sont ensuite assouplies pour se placer dans le contexte (plus fréquent) d'imposition des plus-values/moins-values avec une compensation des pertes limitée et pour analyser les conséquences de l'imposition des plus-values/moins-values à un taux effectif préférentiel (par exemple avec une inclusion partielle, et non intégrale, des plus-values/moins-values).

1. Allocation de portefeuille en l'absence d'imposition (cadre de base)

Prenons un investisseur hostile au risque doté d'une richesse initiale W_0 qui dispose pour l'investir de deux possibilités : soit un actif sans risque dégageant un taux de rendement certain r , soit un actif risqué au rendement incertain e_I pour une probabilité P_I , et e_{II} pour une probabilité P_{II} (avec $P_{II}=(1-P_I)$)¹ et avec les données suivantes :

$$e_I=r+g_I \text{ avec } g_I>0 \quad (\text{situation I avec probabilité } P_I) \quad (\text{C.1a})$$

$$e_{II}=r+g_{II} \text{ avec } g_{II}<0 \quad (\text{situation II avec probabilité } P_{II}) \quad (\text{C.1b})$$

Tous les taux de rendement sont supposés indépendants du montant du capital investi, et r n'est jamais négatif.

Même si le rendement risqué peut se matérialiser sous forme de dividendes, l'analyse se concentre sur les actions dégageant des plus-values ou des moins-values. Le taux de rendement incertain dépasse le rendement certain dans le scénario positif I, qui suppose la réalisation de plus-values, mais il lui est inférieur dans le scénario négatif II, et peut d'ailleurs se trouver inférieur à zéro de manière générale – ce qui suppose des moins-values – si la valeur absolue de g_{II} dépasse r ($|g_{II}| > r$).

Soit « a » la part de richesse W_0 investie dans l'actif risqué (ce qui suppose que la différence $(1-a)$ est investie dans l'actif sûr). **La décision de portefeuille pertinente consiste à choisir la part de richesse initiale (a) destinée à être investie dans l'actif risqué (soit la demande optimale de risque).**

La richesse de l'investisseur en fin de période est mesurée comme suit :

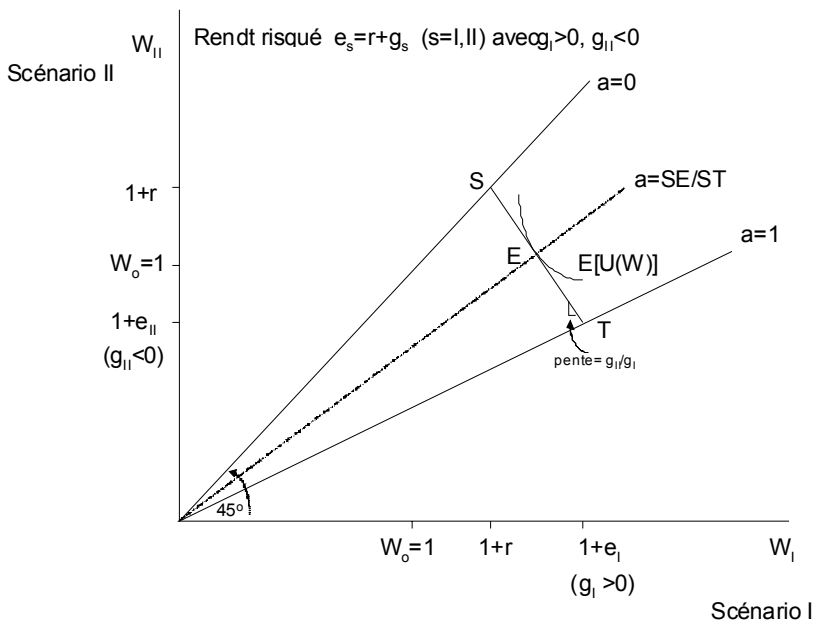
$$W_s = W_0(1 + ae_s + (1-a)r) \quad (s=I, II) \quad (C.2a)$$

avec « s » représentant chacun des deux scénarios (s=I, II). L'équation (C.2a) représentant la richesse finale peut également être notée comme suit, après réorganisation de ses membres :

$$W_s = W_0(1 + r + a(e_s - r)) = W_0(1 + r + ag_s) \quad (s=I, II) \quad (C.2b)$$

Sur la base de cette information, on peut calculer la *courbe d'allocation du portefeuille* (courbe de budget) de l'investisseur. Cette courbe est représentée comme le segment [S-T] du graphique A.C.1 ci-dessous, qui illustre le cas d'un taux de rendement de l'actif risqué négatif dans le scénario II (en raison des pertes réalisées, la richesse finale est inférieure à la richesse de départ)².

Graphique A.C.1
Illustration d'une allocation optimale du portefeuille, sans imposition des plus-values



Au point S de la figure A.C.1, la richesse initiale W_0 est investie uniquement dans l'actif sans risque ($a=0$), ce qui aboutit à une richesse finale $(1+r)$ dans les deux scénarios, en supposant que la richesse de départ est égale à une unité monétaire ($W_0 = 1$). Au point T, la totalité de la richesse de départ est investie dans l'actif risqué ($a=1$), ce qui aboutit à des rendements de $(1+e_I)$ dans le scénario I et de $(1+e_{II})$ dans le scénario II. Les différents points du segment [S-T] correspondent aux différentes allocations de portefeuille entre les actifs sûrs et risqués, sachant que le pourcentage d'actifs risqués est plus important au fur et à mesure que l'on se rapproche du point d'équilibre T.

La part de richesse initiale investie en actifs risqués au point d'équilibre E – soit la **demande de risque** – est mesurée par SE/ST (soit la longueur du segment [S-E], divisée

par celle du segment [S-T]. La pente de la courbe d'allocation du portefeuille dans le contexte sans imposition est notée :

$$\text{Pente de [S-T]} = (e_{II}-r)/(e_I-r) = g_{II}/g_I \quad (C.3)$$

La pente représente le taux négatif constant auquel la richesse de fin de période du scénario négatif II se substitue à la richesse de fin de période du scénario positif I, en variant la part de richesse initiale investie dans l'actif risqué³. Comme on l'a indiqué, au point S, la totalité de la richesse est investie dans l'actif sans risque au rendement r . Pour une croissance donnée de la richesse investie dans l'actif risqué, plus la diminution de la richesse en fin de période est marquée dans le scénario négatif par rapport à sa croissance dans le scénario positif, plus la courbe d'allocation du portefeuille présente une pente négative. En d'autres termes, moins (plus) le rendement de l'actif risqué est attrayant dans le scénario I par rapport au scénario II, plus (moins) la pente de la courbe d'allocation du portefeuille est marquée (ce qui suppose une diminution de la prise de risque totale, comme on le verra).

La partie suivante examine la décision d'allocation optimale de portefeuille, pour laquelle on suppose que l'investisseur répartit sa richesse entre les actifs risqués et sans risque de manière à maximiser utilité anticipée de sa richesse finale⁴.

Allocation du risque optimale en termes de richesse

Sur la base de l'équation (C.2b), l'utilité anticipée de la richesse de fin de période est représentée comme suit :

$$E[U(W)] = E[U(W_0(1+r+a(e_s-r)))] \quad (C.4)$$

où $E[\cdot]$ représente un opérateur d'anticipation⁵. La maximisation de $E[U(W)]$ concernant la fraction de risque (a) (en résolvant $(\partial E[U(W)]/\partial a = 0)$) aboutit à **la condition du premier ordre pour une allocation optimale du portefeuille** :

$$\begin{aligned} E[(\partial U(W)/\partial W) \cdot \partial W/\partial a] &= E[U'(W) \cdot W_0(e_s-r)] = W_0 E[U'(W) \cdot (e_s-r)] \\ &= E[U'(W) \cdot (e_s-r)] = 0 \end{aligned} \quad (C.5a)$$

où W représente la richesse de fin de période (finale). Au niveau optimal de risque, l'utilité marginale d'augmenter l'allocation de richesse à l'actif risqué est égale à zéro. Si l'on connaît la richesse de départ, le terme W_0 se dissocie de l'opérateur d'anticipation et annule la relation. Dans notre modèle à deux scénarios, la condition du premier ordre peut être notée comme suit :

$$E[U'(W) \cdot (e_s-r)] = P_I \cdot U'(W_I) \cdot (e_I-r) + P_{II} \cdot U'(W_{II}) \cdot (e_{II}-r) = 0 \quad (C.5b)$$

ou bien :

$$P_I \cdot U'(W_I) / P_{II} \cdot U'(W_{II}) = -(e_{II}-r)/(e_I-r) = -g_{II}/g_I > 0 \quad (C.5c)$$

En d'autres termes, l'investisseur maximise l'utilité anticipée de la richesse de fin de période au point de tangence de la fonction d'utilité anticipée et de la courbe d'allocation du portefeuille, c'est-à-dire lorsque la marge de substitution entre la richesse du scénario I (pondérée des probabilités) et du scénario II est tout juste égale (au négatif de) la pente de la courbe d'allocation⁶. Cet équilibre est représenté par le point E sur le graphique A.C.1.

Soit $R = aW_0$ le niveau (par opposition au pourcentage) de demande de l'actif risqué, la fraction optimale (a) de la richesse de départ détenue dans ce dernier étant déterminée par la condition du premier ordre (C.5a) dans le cas général. Dans notre modèle à deux scénarios, la fraction optimale (a), notée SE/ST dans le graphique A.C.1, dérive de la

condition du premier ordre (C.5c). La solution à la demande optimale de risque nécessite de préciser la fonction d'utilité de l'investisseur, qui dépend elle-même des hypothèses de préférences de risque de l'investisseur individuel représentatif.

Une analyse comparative statique de la condition d'équilibre (C.5a) peut servir de base à la dérivation de la formule de l'élasticité de la demande d'actif risqué en fonction de la richesse – à savoir la variation en pourcentage de la demande d'actif risqué découlant d'une augmentation de 1 % de la richesse initiale.

Élasticité de la demande d'actif risqué en fonction de la richesse (η) en l'absence d'imposition

L'analyse comparative statique de la condition d'équilibre en l'absence d'imposition représentée par l'équation (C.5a) peut aider à évaluer l'influence du niveau de richesse sur la prise de risque, et en particulier à dériver la formule (de niveau) d'élasticité de la demande d'actif risqué. La dérivée de la condition d'équilibre (C.5a) sur la base de la richesse de départ aboutit à l'équation suivante :

$$\partial E[U'(W) \cdot (e_s - r)] / \partial W_0 = E[(e - r)U''(W) \cdot \partial W / \partial W_0] = 0 \quad (C.6)$$

La richesse de fin de période peut être représentée comme suit à partir de l'équation (C.2b) :

$$W = W_0(1+r) + aW_0(e_s - r) = W_0(1+r) + R(e_s - r) \quad (C.7)$$

avec R correspondant à la demande d'actif risqué au niveau d'équilibre ($R = aW_0$). À partir de (C.7), on peut dériver comme suit la variation de la richesse de fin de période à partir de la croissance de la richesse initiale :

$$\partial W / \partial W_0 = (1+r) + (e_s - r) \partial R / \partial W_0 \quad (C.8)$$

où l'on suppose que le rendement risqué e ne varie pas avec le montant de richesse initiale investie dans l'actif risqué. Si l'on remplace le résultat (C.8) par (C.6), on obtient :

$$E[(e_s - r)U''(W) \cdot ((1+r) + (e_s - r) \partial R / \partial W_0)] = 0 \quad (C.9a)$$

qui peut être noté comme suit (la valeur du rendement sans risque r étant connue) :

$$(1+r)E[U''(W)(e_s - r)] + (\partial R / \partial W_0)E[U''(W)(e_s - r)^2] = 0 \quad (C.9b)$$

Un remaniement des termes (et l'emploi de l'identité $W_0/R = 1/a$) aboutit à la solution suivante d'élasticité de la demande d'actif risqué en fonction de la richesse :

$$\eta = (\partial R / \partial W_0) / (W_0/R) = ((1+r)/a)E[U''(W)(e_s - r)] / E[-U''(W)(e_s - r)^2] \quad (C.10)$$

Pour un investisseur hostile au risque, la fonction d'utilité sera concave ($U''(W) < 0$), et le dénominateur $E[-U''(W)(e_s - r)^2]$ sera donc indéniablement positif. Le signe de l'élasticité de la demande de risque en fonction de la richesse dépend donc de celui du second terme du numérateur $E[U''(W)(e_s - r)]$. En particulier, l'élasticité de la demande d'actif risqué en fonction de la richesse η est positive ou négative selon que $E[U''(W)(e_s - r)]$ l'est aussi.

Dans la situation « normale » où l'investisseur présente toujours aversion *absolue* pour le risque décroissante en valeur – c'est-à-dire que le niveau de la demande de risque s'accroît parallèlement à la richesse – le terme du numérateur $E[U''(W)(e_s - r)]$ est positif, et donc l'élasticité de la demande d'actif risqué en fonction de la richesse l'est aussi ($\eta > 0$). Cela signifie que le niveau de la demande d'actif risqué ($R = aW_0$) croît parallèlement à la richesse initiale⁷. En outre, si l'investisseur présente toujours une

aversion pour le risque décroissante (croissante) en valeur *relative*, alors l'élasticité en fonction de la richesse est supérieure (est inférieure) à 1.

Le Graphique A.C.2 représente la courbe des lieux géométriques d'allocation des richesses du portefeuille en fonction des trois cas possibles résumés au tableau A.C.1, à savoir aversion pour le risque *relative* constante, croissante ou décroissante. Les exemples dénotent tous une augmentation de risque qui entraîne un déplacement parallèle de la courbe d'allocation du portefeuille (courbe de budget). Le lieu géométrique de richesse du portefeuille pour une fonction d'utilité donnée est distingué par le segment reliant les différentes positions d'équilibre en fonction des variations de la richesse⁸.

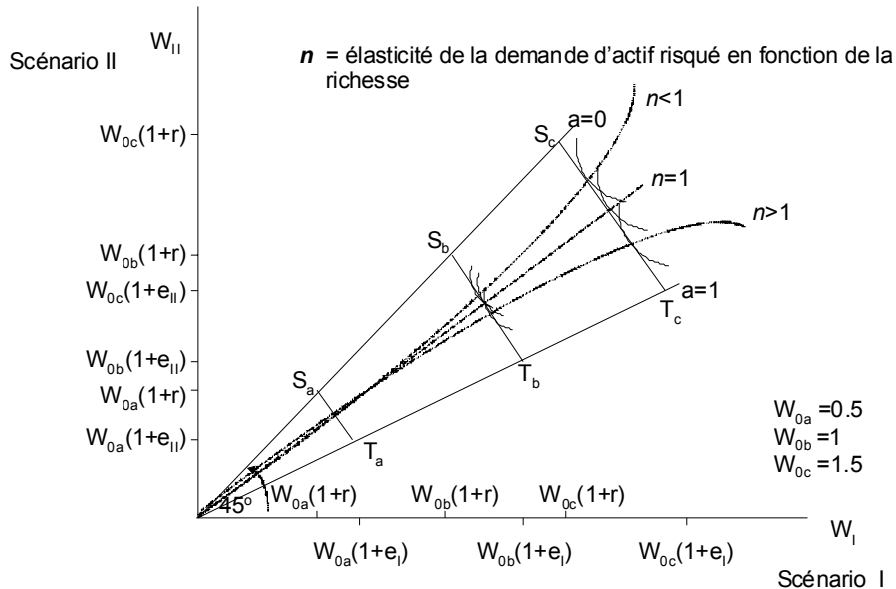
Dans un cas, le *pourcentage* ou la *fraction* de richesse investi dans l'actif risqué recule parallèlement à l'augmentation de la richesse – en d'autres termes, l'élasticité de la demande d'actif risqué en fonction de la richesse est inférieure à 1 ($\eta < 1$). Cette situation est qualifiée d'aversion relative pour le risque croissante. Dans le deuxième cas ($\eta = 1$), une fraction constante de la richesse est investie dans l'actif risqué quel que soit le niveau de richesse, ce qui correspond à une aversion relative pour le risque constante. Dans le troisième cas, le pourcentage de richesse investi dans l'actif risqué augmente parallèlement à la richesse (l'élasticité en fonction de la richesse dépasse 1 ($\eta > 1$)), ce qui suppose une aversion relative pour le risque décroissante.

Tableau A.C.1 : Résumé des situations représentées par la figure A.C.2

Élasticité de la demande d'actif risqué en fonction de la richesse (η)	Pourcentage de la richesse investi dans l'actif risqué (SE/ST)	Aversion relative pour le risque	Aversion absolue pour le risque
$\eta < 1$	Diminue lorsque la richesse augmente	croissante	décroissante
$\eta = 1$	Constante lorsque la richesse augmente	constante	décroissante
$\eta > 1$	Augmente lorsque la richesse augmente	décroissante	décroissante

Graphique A.C.2

Courbe de lieux géométriques de l'allocation de portefeuille et élasticité de la demande d'actifs risqués en fonction de la richesse selon différentes hypothèses d'aversion relative pour le risque



Comme on l'a vu, la situation « normale » consiste ici en une aversion absolue pour le risque décroissante, l'aversion relative croissante, constante ou décroissante dépendant des préférences propres à l'investisseur en matière de risque. Ces préférences influent sur les prévisions quant à l'impact du régime fiscal, comme on le verra ci-après.

2. Allocation de portefeuille avec imposition

Cette partie aborde l'imposition des rendements des placements des personnes physiques, afin d'évaluer les implications des différents régimes fiscaux en termes de prise de risque. On distinguera ici trois types d'impôts :

- l'impôt sur le patrimoine, au taux tw ,
- l'impôt sur les produits d'intérêts (impôt proportionnel sur le rendement sans risque), au taux t ,
- l'impôt sur les plus-values (impôt proportionnel sur le rendement risqué), à un taux effectif de tcs , ce dernier pouvant varier selon les scénarios $s=I$ ou II (par exemple en cas de pertes dans le cadre du scénario négatif).

L'analyse des conséquences de l'imposition sur les plus-values ci-après part de l'hypothèse d'un taux d'imposition effectif identique pour les plus-values et les moins-values (régime fiscal symétrique pour les gains et pour les pertes). De manière générale, le taux d'imposition effectif dépend de trois facteurs : le moment pris en compte (imposition fondée sur la réalisation des actifs ou sur les plus-values latentes), le taux d'inclusion (inclusion totale ou partielle des gains ou pertes en capital à l'assiette d'imposition) et le taux d'imposition de droit commun appliqué à l'assiette d'imposition à laquelle sont rattachées les plus- ou moins-values. Lorsque les plus-values sont imposées

en totalité (ou partiellement, par exemple dans le cas d'une inclusion pour moitié) au fur et à mesure de leur constitution, le régime symétrique nécessite une déduction totale (ou partielle, au même taux d'inclusion) des pertes en capital⁹. En outre, le régime symétrique nécessite une déduction des pertes en capital sur la base d'une assiette d'imposition soumise au même taux de droit commun que les plus-values. Si son revenu imposable, plus-values imposables incluses, est insuffisant pour absorber la déduction des pertes en capital, le contribuable est contraint par le régime symétrique à reporter sur les exercices ultérieurs, avec intérêts, la part des moins-values excédentaires qui sera déduite de son futur revenu imposable.

De manière générale, le traitement symétrique des plus- et des moins-values – qualifié de « compensation intégrale des pertes en capital » – n'est pas observé en pratique¹⁰. Les systèmes fiscaux ne permettent généralement de compenser qu'une partie limitée des moins-values en regard des plus-values, et les montants de pertes supérieurs à ceux des gains ne sont pas immédiatement déductibles. En outre, la plupart des systèmes fiscaux ne permettent pas aux contribuables de reporter en avant leurs moins-values excédentaires en vue d'une compensation de futurs gains en capital. Il est toutefois instructif de commencer par analyser les résultats du modèle d'allocation de portefeuille sur la base d'une hypothèse de traitement symétrique, qui pourra servir à aborder les implications d'une compensation partielle ou limitée.

Le rendement sans risque (tel que celui des intérêts des emprunts d'État) est imposé au taux t . Les plus-values des actifs risqués le sont au taux t_{cI} dans le scénario favorable I. Dans le scénario II, pour laquelle $g_{II} < 0$, si le rendement du placement e_{II} est inférieur à celui des obligations mais demeure néanmoins positif ($|g_{II}| < r$), le taux d'imposition appliqué sera le même que pour le scénario positif ($t_{cII} = t_{cI}$). Si, au contraire, les pertes en capital sont réalisées ($|g_{II}| > r$ et donc que le rendement est négatif $e_{II} < 0$), le taux d'imposition pertinent t_{cII} sera le même que dans le scénario positif ($t_{cII} = t_{cI}$) en cas de traitement symétrique. Si, comme tel est souvent le cas dans les pays de l'OCDE, c'est un traitement asymétrique qui est appliqué (par exemple avec une compensation limitée), alors le taux d'imposition effectif sera inférieur à t_{cI} (par exemple, dans la partie ci-après traitant d'une compensation limitée des pertes, le modèle de taux d'imposition pertinent pour le scénario de pertes en capital est fixé de telle sorte que $t_{cII} = \alpha t_{cI}$, le paramètre $0 \leq \alpha < 1$ étant employé pour mesurer le degré de compensation des pertes proposé).

Avec un taux d'imposition du patrimoine t_w , un taux d'imposition sur les plus-values t et une imposition des plus-values ou moins-values au taux t_{cs} ($s=I,II$), la richesse de l'investisseur en fin de période est mesurée comme suit (sur la base de l'équation C.2a) :

$$W = (1-t_w)W_0(1+ae_s(1-t_{cs})+(1-a)r(1-t)) = (1-t_w)W_0(1+r(1-t)+a(e_s(1-t_{cs})-r(1-t))) \quad (C.11)$$

où, comme dans le modèle sans imposition, a correspond à la fraction de richesse initiale investie dans l'actif risqué, r au rendement sans risque et e_s au rendement de l'actif risqué pour les deux scénarios.

a) Condition de prise de risque optimale en cas d'imposition

Considérons à présent la décision optimale d'allocation du portefeuille de l'investisseur (allocation du risque optimale en termes de richesse) dans un cas d'imposition où, comme dans la situation sans impôt, nous supposons que l'individu représentatif cherche à maximiser l'utilité anticipée de sa richesse finale. Sur la base de l'équation (C.11), l'utilité anticipée de la richesse de fin de période est représentée comme suit :

$$E[U(W)] = E[U((1-t_w)W_0(1+r(1-t)+a(e_s(1-t_{cs})-r(1-t))))] \quad (C.12a)$$

Pour les deux scénarios possibles, l'identité devient :

$$\begin{aligned} E[U(W)] &= E[U(W_I, W_{II})] = P_I \cdot U(W_I) + P_{II} \cdot U(W_{II}) \\ &= P_I \cdot U((1-t_w)W_0(1+r(1-t)+a(e_I(1-t_{cI})-r(1-t)))) \\ &\quad + P_{II} \cdot U((1-t_w)W_0(1+r(1-t)+a(e_{II}(1-t_{cII})-r(1-t)))) \end{aligned} \quad (C.12b)$$

où $E[\cdot]$ représente l'opérateur d'anticipation et où l'on tient compte de la possibilité que le taux d'imposition sur les plus-values effectif diffère d'un scénario à l'autre (par exemple dans le traitement des plus-values par rapport aux pertes en capital). La pente de la fonction d'utilité anticipée est mesurée par les formules $E[-U'(W_I)/U'(W_{II})]$ ou $(-P_I \cdot U'(W_I)/P_{II} \cdot U'(W_{II}))$.

Si l'on maximise $E[U(W)]$ sur la base de la fraction de risque (a) (en résolvant l'équation $(\partial E[U(W)]/\partial a=0)$, on obtient **la condition du premier ordre pour une allocation optimale du portefeuille** :

$$E[U'(W) \cdot \partial W / \partial a] = (1-t_w)W_0 E[U'(W) \cdot (e_s(1-t_{cs})-r(1-t))] = 0 \quad (C.13a)$$

Le premier terme $(1-t_w)W_0$ s'annule, ce qui aboutit à la condition d'équilibre suivante pour le risque :

$$E[U'(W) \cdot (e_s(1-t_{cs})-r(1-t))] = 0 \quad (C.13b)$$

Tandis que le premier terme $(1-t_w)W_0$ s'annule, la condition du premier ordre est fonction non seulement du taux d'imposition des plus-values t_{cs} et du taux d'imposition sur le revenu t , mais également du taux d'imposition du patrimoine t_w , et de la richesse initiale W_0 , la fonction d'utilité marginale étant évaluée sur la richesse de fin de période mesurée par l'équation (C.11), qui dépend de toutes ces variables.

b) Analyse des conséquences de l'imposition du patrimoine

En analysant les conséquences de l'imposition du patrimoine sur la prise de risque, on peut commencer par observer, à partir de l'équation (C.11), que le taux d'imposition du patrimoine t_w n'influence la richesse finale que *via* le premier terme $(1-t_w)W_0$. Il s'en suit immédiatement que la mise en œuvre d'une taxation du patrimoine, ou encore une augmentation du taux de l'imposition sur ce dernier, suppose un retournement parallèle de la courbe d'allocation du portefeuille, analogue à l'impact d'une réduction de la richesse initiale. Comme on l'a montré plus haut en référence à la figure A.C.2, une réduction de 50 % de la richesse initiale d'une unité ($W_{0b}=1$) vers une demi-unité monétaire ($W_{0a}=0.5$) entraîne un déplacement parallèle vers l'origine du segment d'allocation du portefeuille, de $[S_b T_b]$ à $[S_a T_a]$. Le même mouvement serait observé si l'on introduisait à la place une imposition de 50 % du patrimoine.

Mettre en place une imposition du patrimoine ou en modifier le taux ne joue pas sur la pente de la courbe d'allocation du portefeuille (nous avons vu que la translation était parallèle), car une imposition de l'ensemble du patrimoine ne modifie pas les proportions dans lesquelles la richesse ferait l'objet d'un arbitrage dans le scénario négatif par rapport au scénario positif en faisant varier le montant investi dans les actifs risqués.

Si l'imposition du patrimoine n'engendre que des conséquences sur ce dernier (et pas d'effets de substitution), la mise en place d'une imposition sur le patrimoine ou une augmentation du taux existant est censée abaisser le niveau de la demande d'actifs risqués en situation « normale », à savoir lorsque l'aversion pour le risque absolue de

l'investisseur va décroissant, supposant une élasticité potentiellement positive de la demande d'actif risqué en fonction de la richesse. La demande de risque (la *fraction* de richesse investie en actifs risqués) serait censée augmenter, rester constante ou diminuer en fonction des préférences de l'investisseur en matière de risque (aversion relative pour le risque croissante, constante ou décroissante).

En règle générale, l'influence de la fiscalité du patrimoine sur le risque peut être étudiée via une analyse comparative statique de la condition d'équilibre fournie par l'équation (C.13b). Dans cette optique, l'exemple le plus simple serait celui dans lequel on propose une compensation intégrale des pertes (avec traitement symétrique des plus-values et moins-values, de sorte que $t_{ci}=t_{cii}$) et une imposition des gains ou pertes en capital au taux ordinaire, de même que les produits d'intérêts (traitement non préférentiel), ce qui nous donne ($t_{ci}=t_{cii}=t$). Dans ce cas, la condition d'équilibre générale pour le risque fournie par l'équation (C13.b) prend la forme suivante :

$$[U'(W) \cdot (1-t)(e_s-r)] = (1-t)E[U'(W) \cdot (e_s-r)] = 0 \quad (C.14a)$$

ou, une fois simplifiée :

$$E[U'(W) \cdot (e_s-r)] = 0 \quad (C.14b)$$

Tandis que s'annule le terme fiscal $(1-t)$, la condition du premier ordre est fonction du taux d'imposition t sur le rendement du placement, ainsi que de l'impôt sur le patrimoine t_w et de la richesse initiale W_0 , puisque ces variables jouent sur la richesse finale mesurée par l'équation (C.11) et tiennent donc compte de la fonction d'utilité marginale.

L'impact de l'imposition du patrimoine sur la prise de risque est déterminé par le biais d'une analyse comparative statique de la condition d'optimalité. La dérivation de la condition (C.14b) sur la base du taux d'imposition du patrimoine aboutit au résultat suivant :

$$\partial E[U'(W) \cdot (e_s-r)] / \partial t_w = E[(e_s-r)U''(W) \cdot \partial W / \partial t_w] = 0 \quad (C.15)$$

À partir de l'équation (C.11) et en considérant que l'on se situe dans le cas d'une compensation intégrale des pertes ou des gains en capital, ceux-ci étant imposés au même taux que les intérêts ($t_{ci}=t_{cii}=t$), on obtient la dérivée de la richesse de fin de période avec t_w via la formule suivante :

$$\partial W / \partial t_w = (1-t_w)W_0(1-t)(e_s-r)\partial a / \partial t_w - W_0(1+(1-t)(r+a(e_s-r))) \quad (C.16)$$

Si l'on intègre cette représentation à l'équation (C.15), on obtient :

$$E[(e_s-r)U''(W) \cdot (\partial a / \partial t_w \cdot W_0(1-t_w)(1-t)(e_s-r) - W_0(1+(1-t)(r+a(e_s-r))))] = 0 \quad (C.17a)$$

Après exclusion des termes connus avec certitude (notamment la variable de contrôle a) de l'opérateur d'anticipation $E[\cdot]$ et réorganisation des termes, on obtient :

$$W_0(1-t_w)(1-t)(\partial a / \partial t_w)E[U''(W)(e_s-r)^2] = W_0(1+r(1-t))E[U''(W)(e_s-r)] + aW_0(1-t)E[U''(W)(e_s-r)^2] = 0 \quad (C.17b)$$

et, après division par $aW_0(1-t)E[U''(W)(e_s-r)^2]$, :

$$(\partial a / \partial t_w)((1-t_w)/a) = 1 - ((1+r(1-t))/a(1-t))E[U''(W)(e_s-r)] / E[U''(W)(e_s-r)^2] \quad (C.17c)$$

Comme on le verra plus en détail, *l'élasticité de la demande d'actifs risqués η en fonction de la richesse dans une situation d'imposition*, avec une imposition des plus-values en tant que revenu ordinaire ($t_{ci}=t_{cii}=t$), découle de l'équation suivante :

$$\eta = ((1+r(1-t))/a(1-t))E[U''(W)(e_s-r)] / E[U''(W)(e_s-r)^2] \quad (C.18)$$

Avec (C.17c) et (C.18), *l'élasticité de la demande de risque en fonction de l'impôt sur le patrimoine* est représentée par la formule suivante :

$$\varepsilon = (\partial a / \partial t_w) \cdot ((1 - t_w) / a) = 1 - \eta \quad (\text{C.19})$$

Ce résultat témoigne des effets symétriques de l'impôt sur le patrimoine et de la richesse initiale sur la demande de risque. Une augmentation de l'impôt sur le patrimoine influe en effet sur la demande de risque au même titre qu'une diminution de la richesse initiale – ces deux causes entraînant une contraction parallèle de la courbe d'allocation de portefeuille (effet de richesse seul), l'impact sur la demande d'actifs risqués dépendant des préférences de l'investisseur en matière de risque (aversion relative pour le risque croissante, constante ou décroissante, voir le tableau A.C.2).

Dans le cas « normal » d'une aversion absolue pour le risque décroissante, le montant des actifs risqués détenus diminuerait en cas d'augmentation de l'impôt sur le patrimoine. La demande de risque (à savoir la fraction de richesse investie en actifs risqués) augmenterait, resterait constante ou diminuerait alors selon que les préférences de risque de l'investisseur correspondraient à une aversion relative pour le risque croissante, constante ou décroissante.

Tableau A.C.2
Effets possibles de l'imposition du patrimoine sur la demande de risque

Préférences de l'investisseur en matière de risque	Élasticité de la demande de risque en fonction de la richesse	Élasticité de la demande de risque en fonction de la richesse avec prise en compte du taux d'imposition du patrimoine	Impact de l'augmentation du taux d'imposition du patrimoine t_w sur la demande de risque (a)
Aversion relative pour le risque croissante (le pourcentage d'actifs risqués dans le portefeuille diminue lorsque la richesse augmente)	$0 < \eta < 1$	$0 < \varepsilon < 1$	augmente
Aversion relative pour le risque constante (le pourcentage d'actifs risqués dans le portefeuille reste le même quel que soit le niveau de richesse initiale)	$\eta = 1$	$\varepsilon = 0$	aucun impact
Aversion relative pour le risque décroissante (le pourcentage d'actifs risqués dans le portefeuille augmente lorsque la richesse augmente)	$\eta > 1$	$\varepsilon < 0$	diminue

Élasticité de la demande d'actifs risqués en fonction de la richesse (η) en cas d'imposition

La représentation précédente de l'élasticité de la demande de risque en fonction de l'imposition du patrimoine (C.19) intègre une mesure de l'élasticité de la demande d'actifs risqués en fonction de la richesse dans une situation d'imposition. L'élasticité en fonction de la richesse, notée η et représentée par l'équation (C.18), procède d'une dérivation totale de la condition du premier ordre (C.14b) sur la base de la richesse initiale W_0 :

$$\partial E[U'(W) \cdot (e_s - r)] / \partial W_0 = E[(e_s - r) U''(W) \cdot \partial W / \partial W_0] = 0 \quad (\text{C.20})$$

Sur la base de l'équation (C.11), la dérivée de la richesse de fin de période par rapport à la richesse initiale est notée comme suit :

$$\partial W / \partial W_0 = (1 - t_w)(1 + r(1 - t) + (1 - t)(e_s - r)) \partial R / \partial W_0 \quad (\text{C.21})$$

L'intégration de ce calcul à (C.20) nous donne :

$$E[(e_s-r)U''(W)\cdot(1-t_w)(1+r(1-t)+(1-t)(e_s-r)\partial R/\partial W_0)] = 0 \quad (C.22a)$$

avec, comme dans l'hypothèse sans imposition, $R=aW_0$ qui mesure le niveau de la demande d'actif risqué et ($t_{cl}=t_{cII}=t$). Une fois simplifiée, cette équation (après exclusion de $(1-t_w)$ de $E[\cdot]$ et annulation et réorganisation des termes) ressort comme suit :

$$(\partial R/\partial W_0)=E[U''(W)(e_s-r)(1+r(1-t))]/E[-U''(W)(e_s-r)^2](1-t) \quad (C.22b)$$

En exprimant ce résultat sous la forme de l'élasticité (avec $W_0/R=1/a$), nous aboutissons à la mesure suivante de l'élasticité de la demande d'actif risqué en fonction de la richesse (représentée plus haut sous la forme (C.18)):

$$\eta=(\partial R/\partial W_0)(W_0/R)=((1+r(1-t))/a(1-t))E[U''(W)(e_s-r)]/E[-U''(W)(e_s-r)^2] \quad (C.23)$$

Le dénominateur de (C.23) est indéniablement positif dans le cas d'un investisseur hostile au risque ($U''(W)<0$). De ce fait, l'élasticité η est de même signe que $E[U''(W)(e_s-r)]$. Comme on l'a souligné dans l'analyse des déterminants de η dans une situation sans imposition (voir le descriptif de C.10), ce terme est positif dans la situation « normale » où le niveau de demande d'actif risqué augmente avec la richesse. Le ratio des termes d'espérance de l'équation (C.23) peut être exprimé comme suit à partir de l'élasticité η :

$$E[U''(W)(e_s-r)]/E[-U''(W)(e_s-r)^2]=\eta a(1-t)/(1+r(1-t)) \quad (C.24)$$

Ce résultat est utilisé pour interpréter la mesure des conséquences de l'imposition des plus-values sur la prise de risque des individus.

c) Analyse des conséquences de l'imposition des plus-values (gains/pertes en capital taxés comme des produits d'intérêts, avec compensation intégrale des pertes)

Comme on l'a vu dans l'analyse des conséquences d'une imposition du patrimoine, la condition d'optimalité de la prise de risque dans une situation d'imposition des plus-values ou moins-values en tant que produits d'intérêts, avec compensation intégrale et sachant que ($t_{cl}=t_{cII}=t$), est représentée comme suit (voir C.14b) :

$$E[U'(W)\cdot(e_s-r)]=0 \quad (C.25)$$

La condition du premier ordre (C.25), qui semble identique à la condition correspondante de la situation sans imposition (C.5a), est en fait différente car la richesse de fin de période (W) est fonction des paramètres fiscaux (t_w , t_c et t).

La pente de la courbe d'allocation de portefeuille est la même qu'en l'absence d'imposition (voir le résultat (C.3)) :¹¹

$$\text{Pente de } [S_2T_2] = (e_{II}-r)/(e_I-r) = g_{II}/g_I \quad (C.26)$$

Si l'on compare cette identité au résultat (C.3), on voit que la pente de la courbe d'allocation du portefeuille est la même que dans la situation sans imposition. Les pertes ou gains en capital étant imposés en tant que produits d'intérêts, avec compensation intégrale des moins-values, le système fiscal abaisse la richesse finale, mais de manière symétrique pour les placements risqués et les placements sans risque dans les deux scénarios I et II. La mise en place d'une imposition des produits du placement – parmi lesquels les plus-values ou moins-values – n'entraîne aucun changement dans la proportion de remplacement de la richesse finale après impôt de la situation II par celle de la situation I, en faisant varier la fraction de richesse investie dans l'actif risqué. C'est ce qui se passe lorsque l'État est partie prenante de l'investissement, en partageant

également les gains et les pertes en capital par le biais d'une compensation intégrale de ces dernières, et en taxant au même taux les produits d'intérêts et les plus-values, de sorte il n'y a pas d'effet de substitution¹².

Actifs sans risque au rendement nul

Il est très simple d'évaluer les conséquences de l'imposition des plus-values avec une compensation intégrale des pertes pour les actifs sans risque (par exemple les liquidités) dégagant un rendement nul (voir la figure 2.1 du corps du document). Lorsque que le rendement sans risque est égal à zéro ($r=0$), la formule de richesse finale et la condition d'optimalité de la prise de risque sont les suivantes, en référence avec les équations (C.11) et (C.25) :

$$W=(1-t_w)W_0(1+ae_s(1-t)) \quad (C.27a)$$

$$E[U'(W) \cdot e_s]=0 \quad (C.27b)$$

La demande optimale de risque (c'est-à-dire la fraction optimale de richesse initiale investie dans l'actif risqué) en l'absence d'imposition étant égale à a^* , il ressort clairement du système d'équations (C.27) qu'en augmentant la fraction de richesse investie dans l'actif risqué de a^* à $a^*/(1-t)$ dans une situation d'imposition des plus-values avec compensation intégrale des pertes, l'investisseur sera dans la même position, avec une richesse nette finale (nette) inchangée dans les deux scénarios et une utilité maximisée¹³.

Dans le scénario favorable I, le rendement après impôt est égal à celui de la situation sans imposition (le rendement brut est plus élevé mais sa valeur finale, ou nette, est la même). De même, lorsque l'État permet une répartition égale des plus-values et des moins-values, le rendement après impôt est inchangé dans le scénario défavorable. L'investisseur dispose de la même richesse en fin de période et donc des mêmes possibilités de consommation et de la même utilité anticipée que dans la situation sans imposition¹⁴. Cependant, en augmentant la fraction de richesse initiale investie dans l'actif risqué de a^* à $a^*/(1-t)$, le *risque total*, défini comme le pourcentage de richesse investi dans un actif au rendement incertain ou risqué, augmente. Ce résultat est confirmé ci-après comme cas particulier de l'analyse générale lorsque le rendement sans risque est supérieur à zéro.

Actifs sans risque au rendement positif

Étudions à présent l'impact de l'imposition des plus-values sur la prise de risque pour le cas plus général dans lequel le taux de rendement sans risque r est positif (avec référence au graphique 2.2 du corps du document). L'impact de l'imposition des plus-values sur la prise de risque (totale), mesuré par la dérivée partielle ($\partial a/\partial t$), est obtenu par la dérivation totale de la condition du premier ordre (C.25) sur la base de t :

$$\partial E[U'(W) \cdot (e_s - r)]/\partial t = E[(e_s - r)U''(W) \cdot \partial W/\partial t] = 0 \quad (C.28)$$

À partir de l'équation (C.11), et en se plaçant dans la situation d'une compensation intégrale des pertes avec ($t_{cl}=t_{cil}=t$), la dérivée de la richesse finale sur la base de t est obtenue comme suit :

$$\partial W/\partial t = (1-t_w)W_0((1-t)(e-r)\partial a/\partial t - (r+a(e-r))) \quad (C.29)$$

L'intégration de cette équation à (C.28) nous donne :

$$E[(e-r)U''(W) \cdot ((1-t_w)W_0((1-t)(e-r)\partial a/\partial t - (r+a(e-r))))] = 0 \quad (C.30a)$$

ou, après réorganisation des termes de l'équation (avec annulation de $(1-t_w)W_0$) :

$$(1-t)(\partial a/\partial t)E[U''(W)(e-r)^2]=aE[U''(W)(e-r)^2]+rE[U''(W)(e-r)] \quad (C.30b)$$

La division par $aE[U''(W)(e-r)^2]$ fournit la mesure ci-dessous de l'**impact sur la prise de risque (totale) d'une imposition des plus-values avec compensation intégrale des pertes** ($t_{ci}=t_{cl}=t$)¹⁵ :

$$(\partial a/\partial t)((1-t)/a)=1-(r/a)E[U''(W)(e-r)]/E[-U''(W)(e-r)^2] \quad (C.31a)$$

Ce résultat peut être exprimé en fonction de l'élasticité de la demande de l'investisseur en fonction de la richesse, notée η (voir C.23), de la manière suivante :

$$(\partial a/\partial t)((1-t)/a)=1-\eta r(1-t)/(1+r(1-t)) \quad (C.32b)$$

D'après le résultat qui précède, il existe une valeur critique d'élasticité de la demande d'actif risqué en fonction de la richesse η^* selon laquelle la prise de risque totale augmente en conséquence de l'imposition des rendements du placement – y compris les plus-values – pour les valeurs de η inférieures à η^* .

Si par exemple le rendement sans risque s'établit à 5 % ($r=0.05$), le taux d'imposition sur les rendements du placement y compris les plus-values s'élève à 25 % ($t=0.25$), et la valeur critique de l'élasticité en fonction de la richesse est de 27 ($\eta^*=27$) pour une durée de détention d'un an. Cela signifie que, si l'élasticité de la demande d'actifs risqués est inférieure à 27, le modèle prévoit une augmentation de la prise de risque $(\partial a/\partial t)>0$. Lorsque le taux d'imposition est égal à 50 % ($t=0.5$), la valeur critique de l'élasticité ressort à 41 ($\eta^*=41$). Si, au contraire, la durée de détention atteint 25 ans, de manière à ce que le taux d'intérêt du modèle à une phase s'élève approximativement à 200 % ($r=2.0$), le niveau critique d'élasticité en fonction de la richesse est d'environ 2.

Un effet de substitution en faveur de la prise de risque se produit lorsque l'État participe au risque d'investissement en autorisant une compensation intégrale des pertes, qui permet d'accroître le rendement (de réduire les pertes en capital) dans le scénario défavorable II. Dans le cas « normal » d'une aversion absolue pour le risque décroissante, on constate un effet de richesse compensatoire car l'imposition des rendements du placement diminue la richesse de l'investisseur (ce qui abaisse le niveau de la demande de risque dans la situation « normale »)¹⁶. Lorsque les préférences de l'investisseur en matière de risque sont telles que l'élasticité de la demande de risque en fonction de la richesse passe sous une valeur critique ($\eta<\eta^*$), l'effet de substitution en faveur d'une prise de risque accrue compense largement l'effet de richesse allant dans le sens inverse, et la prise de risque augmente donc en conséquence. Comme on l'a vu, la valeur critique de l'élasticité de la demande de risque en fonction de la richesse (η^*) est fonction du taux de rendement sans risque r , du taux d'imposition t sur les produits de placements (plus-values et produits d'intérêts) et de la durée de détention.

d) Allocation de portefeuille en cas de compensation limitée des pertes

Cette partie assouplit l'hypothèse de compensation intégrale des pertes pour se pencher sur une situation plus représentative dans laquelle l'investisseur ne peut obtenir de déduction de ses pertes en capital admissible pour l'exercice en cours et ne peut non plus reporter en avant avec intérêts ses reliquats de moins-values.

Pour isoler les effets d'une compensation limitée des pertes, nous partons du principe que les plus-values sont taxées au taux t dans le scénario favorable, alors que dans le scénario défavorable seule une partie $\alpha<1$ des pertes en capital peut être déduite, au taux t . De ce fait, la variable t_{cs} correspondant au taux d'imposition des plus-values ou

moins-values qui apparaît dans les équations représentant la richesse finale (C.11) et la condition d'optimalité (C.13b) peut se définir comme suit :

$$t_{ci}=t \quad (\text{scénario I avec } e_i>0) \quad (C.33a)$$

$$t_{cii}=\alpha \cdot t \quad (\text{scénario II avec } e_{ii}<0 \text{ et } 0<\alpha<1) \quad (C.33b)$$

La pente de la courbe d'allocation du portefeuille obéit au rapport suivant :¹⁷

$$\text{Pente de } [S_j T_j] = -(g_{II}/g_I)+t(1-\alpha)e_{II}/(1-t)g_I \quad (C.34)$$

Le premier terme de droite mesure la pente (négative) de la courbe de budget en cas de compensation intégrale possible des pertes en capital (voir (C.26)). Le second terme est également négatif en cas de moins-values (avec $e_{II}<0$) et de compensation limitée des pertes avec $0<\alpha<1$ (précisons que, dans le scénario favorable, $g_i>0$). De ce fait, avec une compensation non intégrale, la courbe d'allocation du portefeuille accuse une pente plus négative qu'en cas de compensation totale. Plus le système est loin de fournir une compensation intégrale (ou plus α est petit), plus le taux d'imposition t est élevé et plus la moins-value (prévue) est importante dans le scénario défavorable par rapport à la plus-value (attendue) du scénario favorable, plus la pente est marquée.

L'impact du caractère limité de la déduction des pertes sur la demande de risque peut être évalué au moyen d'un calcul de la dérivée totale de la condition d'optimalité de la demande de risque sur la base du paramètre de compensation des moins-values α – sachant qu'une valeur plus (moins) élevée de α dénote un avantage fiscal supérieur (inférieur) en cas de pertes en capital. Le calcul de la dérivée de la condition du premier ordre (C13.b) sur la base de α , en supposant pour simplifier que $t_w=0$ sans affecter l'orientation des résultats, et partant de l'équation représentative de la richesse finale (C.11) pour évaluer la variation de cette dernière en fonction de α , aboutit à la formule suivante :

$$\begin{aligned} \partial E[U'(W) \cdot (e_{ns}-r_n)]/\partial \alpha &= E[U'(W)(\partial e_{ns}/\partial \alpha) \\ &+ (e_{ns}-r_n)U''(W)W_0 \{a(\partial e_{ns}/\partial \alpha) + (e_{ns}-r_n)(\partial a/\partial \alpha)\}] = 0 \end{aligned} \quad (C.35)$$

avec r_{ns} et e_{ns} représentant les taux de rendement net suivants, sur la base du taux d'imposition dans un scénario de déduction limitée des moins-values représenté par le système (C.33) :

$$r_n=r(1-t) \quad (C.36a)$$

$$e_{ni}=e_i(1-t) \quad (\text{pour } s=I) \quad (C.36b)$$

$$e_{nii}=e_{ii}(1-\alpha t) \quad (\text{pour } s=II \text{ (traitement asymétrique) avec } 0 \leq \alpha < 1) \quad (C.36c)$$

Le résultat statique comparatif (C.35) peut être noté comme suit :

$$E[U'(W)(\partial e_{ns}/\partial \alpha) + W_0 \{U''(W)(e_{ns}-r_n)a(\partial e_{ns}/\partial \alpha) + U''(W)(e_{ns}-r_n)^2(\partial a/\partial \alpha)\}] = 0 \quad (C.37a)$$

La réorganisation des termes et l'exclusion de l'opérateur d'anticipation des termes connus avec certitude aboutit au résultat suivant :

$$(\partial a/\partial \alpha) = \{E[(\partial e_{ns}/\partial \alpha)(U'(W) + aW_0U''(W)(e_{ns}-r_n))]\} / W_0E[-U''(W)(e_{ns}-r_n)^2] \quad (C.37b)$$

ce qui correspond également à :

$$(\partial a/\partial \alpha) = \{E[(\partial e_{ns}/\partial \alpha) \cdot E[U'(W)/W_0 + aU''(W)(e_{ns}-r_n)]\} / E[-U''(W)(e_{ns}-r_n)^2] \quad (C.37c)$$

Le terme du dénominateur est indéniablement positif dans le cas d'un investisseur hostile au risque (fonction d'utilité concave). De ce fait, le signe de la dérivée $(\partial a/\partial \alpha)$

dépend de celui du numérateur entre accolades, qui est lui-même soumis à la dérivée du taux de rendement risqué net attendu sur la base du paramètre de compensation des moins-values ($\partial e_{ns}/\partial \alpha$), ainsi qu'à la manière dont ce changement joue sur l'utilité marginale de la richesse, toujours positive ($U'(W) > 0$) et d'un troisième terme représentatif des effets de richesse. Dans ce cas, le terme du numérateur $U'(W)/W_0$ intègre le résultat statique comparatif car la réforme modifie le taux de rendement relatif (net) de l'actif risqué et de l'actif sans risque, en affectant seulement le rendement net du premier (et ce, seulement dans le scénario défavorable concerné par la réforme), tout en laissant inchangé le taux d'imposition des produits d'intérêts.

Sachant que le paramètre de compensation des pertes en capital s'applique de manière asymétrique (seulement dans le scénario II), la dérivée $\partial e_{ns}/\partial \alpha$ n'est évaluée que dans la seconde situation où ($e_{II} < 0$), avec une valeur positive :

$$E[(\partial e_{nII}/\partial \alpha)] = -tE[e_{II}] > 0 \quad (C.38)$$

Nous pouvons en déduire qu'une augmentation du paramètre de compensation des moins-values accroît le rendement net attendu dans le scénario II supposant la réalisation de moins-values. En d'autres termes, la perte en capital nette (après impôt) de l'investisseur est moins élevée lorsque l'État assume une part plus importante de celle-ci. Comme nous l'avons souligné, il s'en suit un changement des taux de rendement relatifs de l'actif risqué par rapport à l'actif sans risque, et ce phénomène n'est observé que dans le scénario défavorable.

Avec une utilité marginale de la richesse toujours positive $U'(W) > 0$, et en supposant qu'on se trouve dans la situation « normale » d'une diminution de l'aversion absolue pour le risque, le second terme du numérateur de (C.37c) est également positif, ce qui donne un numérateur globalement supérieur à zéro¹⁸, soit :

$$(\partial a/\partial \alpha) > 0 \quad (C.39)$$

L'effet de substitution favorable à la prise de risque dont s'accompagne la disposition de libéralisation de la compensation des moins-values est renforcé par un effet de richesse positif sous forme de demande accrue de l'actif risqué. De manière générale, le modèle prévoit sans doute possible qu'une augmentation de la part de pertes déductibles accroîtra la prise de risque totale (la part de richesse investie en actifs risqués), qui se trouvera au contraire réduite si les perspectives de déduction des moins-values diminuent. Il est important de noter que ce résultat sans ambiguïté se manifeste en raison du fait que la réforme fiscale n'affecte qu'une seule situation de notre univers (le scénario défavorable), avec un renforcement des effets de richesse et de substitution.

Le cas précédent portait sur les implications de la restriction des possibilités de compensation des moins-values pour la prise de risque dans un système antérieur à la réforme permettant une compensation totale des moins-values. Stiglitz (1969) examine les conséquences de la mise en place d'un impôt sur le revenu refusant les déductions de pertes en capital, pour arriver à la conclusion que, pour un taux d'imposition suffisamment élevé, la prise de risque serait sans ambiguïté réduite par rapport au cas sans imposition. En théorie, un effet de richesse positif pourrait dominer et se traduire par une augmentation de la prise de risque après la réforme (c'est-à-dire lorsque l'investisseur témoigne d'une aversion relative pour le risque en forte hausse et que la mise en place de l'impôt abaisse la richesse finale). Cependant, pour un taux d'imposition suffisamment élevé, l'effet de substitution domine dans ce modèle. Pour expliciter les choses, partons du principe que pour des taux d'imposition se rapprochant de 100 %, sans compensation des pertes en capital, le rendement net dans le scénario favorable serait proche de zéro,

tandis qu'il resterait inchangé dans le scénario défavorable, ce qui suppose un taux de rendement attendu global négatif. Visiblement, dans ce cas, la position optimale post-réforme consisterait à investir la totalité de la richesse dans l'actif sans risque. De manière plus générale, pour des taux d'imposition suffisamment élevés, la mise en place d'une taxation des plus-values et des produits d'intérêts avec une compensation nulle ou très limitée des pertes en capital, est appelée, selon le modèle, à entraîner une diminution de la prise de risque.

e) Allocation de portefeuille avec un traitement préférentiel des plus-values

Cette dernière partie portera sur les implications en termes de risque d'un traitement fiscal préférentiel des plus-values par rapport aux intérêts (rendement sans risque), par exemple par le biais de la mise en place d'une compensation partielle des moins-values face à l'inclusion partielle des plus-values, ou dans le cas limitatif d'une exemption totale des plus-values, sans déduction des pertes en capital. Ce type de réforme du régime est exprimé par la représentation suivante des taux de rendement nets des actifs risqué et sans risque :

$$r_n = r(1-t) \quad (C.40a)$$

$$e_{ns} = e_s(1-t_{cs}) = e_s(1-(1-\beta)t) \text{ (pour } s=I,II \text{ (traitement symétrique) avec } 0 < \beta \leq 1) \quad (C.40b)$$

Le paramètre d'exclusion des plus-values/moins-values β s'applique de manière symétrique dans les scénarios I et II, avec une exclusion partielle des gains en capital compensée par une exclusion partielle des pertes (c'est-à-dire que taux d'inclusion des plus-values $(1-\beta)$ correspond à celui de déduction des moins-values $(1-\beta)$). Lorsque β tend vers 1, le taux d'imposition effectif $(1-\beta)t$ se rapproche de zéro. Précisons en outre que la mise en place d'une exclusion partielle des moins-values/plus-values entraîne une distorsion des taux de rendement relatifs de l'actif risqué par rapport à l'actif sans risque (contrairement à l'introduction d'un taux d'imposition t sur les revenus de placement applicable aussi bien aux plus-values/moins-values et aux produits d'intérêts, comme on le voit au point c), ce qui n'affecte nullement les taux de rendement relatifs).

La pente de la courbe d'allocation du portefeuille, représentée ci-après, devient moins négative au fur et à mesure que β augmente¹⁹ :

$$\text{Pente de } [S_2T_2] = (e_{II}(1-(1-\beta)t)-r(1-t))/(e_I(1-(1-\beta)t)-r(1-t)) \quad (C.41)$$

L'impact de l'introduction d'une exclusion partielle des gains/pertes en capital sur la demande de risque peut être évalué par le biais du calcul d'une dérivée totale de la condition de demande de risque du premier ordre représentée par (C.13b) sur la base du paramètre de régime β , en utilisant l'équation (C.11) et le système (C.40) pour déterminer dans quelle mesure la richesse finale varie avec β (en supposant toujours que $t_w = 0$ pour simplifier sans modifier l'orientation des résultats) :

$$\begin{aligned} \partial E[U'(W) \cdot (e_{ns} - r_n)] / \partial \beta &= E[U'(W) (\partial e_{ns} / \partial \beta) \\ &+ (e_{ns} - r_n) U''(W) W_0 \{ a (\partial e_{ns} / \partial \beta) + (e_{ns} - r_n) (\partial a / \partial \beta) \}] = 0 \end{aligned} \quad (C.42a)$$

Après simplification et réorganisation des termes, on obtient :

$$(\partial a / \partial \beta) = \{ E[(\partial e_{ns} / \partial \beta) (U'(W) + a(1-t_w) W_0 U''(W) (e_{ns} - r_n))] \} / (1-t_w) W_0 E[-U''(W) (e_{ns} - r_n)^2] \quad (C.42b)$$

ou bien :

$$(\partial a / \partial \beta) = \{E[(\partial e_{ns} / \partial \beta)] \cdot E[U'(W) / W_0 + a U''(W)(e_{ns} - r_n)]\} / E[-U''(W)(e_{ns} - r_n)^2] \quad (C.42c)$$

r_n et e_{ns} étant issus du système (C.40). Le lecteur aura remarqué que le résultat statique comparatif (C.42c) est similaire à (C.37c) dans le cas d'une compensation partielle des moins-values. En particulier, les deux réformes influent sur le taux de rendement de l'actif risqué par rapport à celui des obligations. Cependant, malgré cette similitude, le résultat (C.42c) ci-dessus est très différent de (C.37c) dans le cas de la compensation partielle des pertes, puisque le paramètre de compensation des moins-values α s'applique de manière asymétrique uniquement dans la situation II, contrairement au taux d'exclusion des plus-values/moins-values β , qui s'applique symétriquement dans les deux situations. Comme nous l'avons signalé plus bas, ce phénomène engendre une incertitude quant aux conséquences globales de la réforme fiscale.

Le terme du dénominateur est sans ambiguïté positif (investisseur hostile au risque). Quant au signe du numérateur, il dépend de trois termes : la variation du taux de rendement net attendu de l'actif risqué en cas d'exclusion partielle ($\partial e_{ns} / \partial \beta$), l'utilité marginale de la richesse $U'(W)$ qui reste toujours positive et le troisième terme du numérateur, également positif dans le cas « normal » de diminution de l'aversion absolue pour le risque²⁰. Sur la base du système d'équations (C.40), l'orientation attendue du rendement net de l'actif risqué en fonction des ajustements du paramètre β dépend de la situation, comme on le voit ci-dessous :

$$E[(\partial e_{nI} / \partial \beta)] = t_{eI} > 0 \text{ (scénario favorable)} \quad (C.43a)$$

$$E[(\partial e_{nII} / \partial \beta)] = t_{eII} < 0 \text{ (scénario défavorable)} \quad (C.43b)$$

En d'autres termes, l'augmentation du taux d'exclusion des plus-values accroît le rendement net du scénario favorable si l'investisseur réalise des plus-values. La réduction symétrique de la déduction des moins-values diminue le rendement net dans le scénario défavorable en cas de réalisation de pertes en capital. Comme nous l'avons vu plus haut, la réforme n'affecte que le rendement net des plus-values/moins-values et non le taux d'intérêt net des obligations (coût d'opportunité).

Dans l'ensemble, le résultat statique comparatif (C.42c) ne résout pas la question de l'impact du changement de politique fiscale. La réforme, qui, comme celle évaluée précédemment (avec ajustement du seul paramètre α d'imputation des pertes en capital), modifie le taux de rendement relatif net de l'actif risqué par rapport à l'actif sans risque. Ce faisant, la réforme introduit un effet de substitution qui ne figurait pas dans l'analyse des effets de l'introduction d'un impôt sur les plus-values (ou d'une augmentation de son taux) applicable à l'ensemble des rendements du placement, y compris les plus-values ou moins-values et les produits d'intérêts. Contrairement à la réforme évaluée précédemment, l'impact sur β et donc sur le taux d'imposition relatif s'applique de manière symétrique. Les paiements d'impôts sont inférieurs lorsque c'est l'actif risqué qui est choisi et l'utilité anticipée est supérieure dans le scénario favorable en cas de réalisation de plus-values, alors que le résultat est inverse dans le scénario défavorable si l'incitation au risque est moins élevée. L'effet net de cette étude n'aboutit pas à une détermination claire des implications globales.

De manière générale, une réforme fiscale consistant à abaisser le taux d'inclusion des plus-values ou moins-values a d'autant plus (moins) de chances d'accroître la prise de risque que la probabilité de réalisation du scénario favorable est élevée (ou faible) et que

l'investisseur est moins (plus) hostile au risque. Cependant, contrairement aux autres réformes étudiées plus haut, l'impact d'une diminution du taux de déduction des pertes en capital/d'inclusion des plus-values est ambigu (ce qui signifie que la conséquence nette des effets de revenu et de substitution ne peut être établie précisément sans informations sur les probabilités de réalisation des deux scénarios ni hypothèses complémentaires sur les préférences en matière de risque).

Notes

- ¹ L'analyse se fonde sur un univers de deux scénarios (un scénario favorable I et un scénario défavorable II) qui se réalisent avec des probabilités P_I et $P_{II}=(1-P_I)$. Dans le cas plus général, l'actif risqué (par exemple une action) dégage un taux de rendement incertain $e(\theta)$, fonction de θ avec une probabilité de distribution $F(\theta)$ (voir Stiglitz (1969)). Lorsque l'investissement s'effectue sous forme d'action, la variable θ peut représenter par exemple la demande du marché pour la production de l'entreprise concernée, ou encore les compétences de ses dirigeants ou d'autres facteurs qui influent de manière positive sur le taux de rendement.
- ² L'analyse part du principe que la fraction optimale (a) s'inscrit dans la fourchette ($0 \leq a \leq 1$), ce qui exclut la possibilité qu'un investisseur individuel décide, plutôt que d'investir dans un actif risqué, de vendre celui-ci à découvert pour acquérir l'actif sans risque ($a < 0$). Cette hypothèse exclut également la possibilité qu'un investisseur emprunte pour acquérir l'actif risqué ($a > 1$). On exclut tout choix contraint en supposant qu' $E(e) > r$ [on se trouve en présence d'un choix contraint ($a = 0$) lorsque $E(e) < r$ (c'est-à-dire lorsque $P_I \cdot g_I + P_{II} \cdot g_{II} < 0$)]. L'analyse suppose également que l'investisseur est hostile au risque ($U''(W) < 0$) (voir l'annexe B), une hypothèse qui permet de remplir la condition du second ordre pour la maximisation de l'utilité.
- ³ La pente est déterminée par l'équation $((1+e_{II})-(1+r))/((1+e_I)-(1+r)) = (e_{II}-r)/(e_I-r) = (g_{II}/g_I) < 0$ (avec référence aux coordonnées de S et de T dans la figure C.1), avec g représentant le montant de la différence entre le rendement risqué et le rendement sans risque r . Moins le rendement risqué est favorable par rapport au rendement sans risque – c'est-à-dire plus l'écart (négatif) entre le rendement risqué dans le scénario défavorable et le rendement sans risque est élevé (g_{II}) par rapport à l'écart (positif) entre le rendement de l'actif risqué dans le scénario favorable et le rendement sûr (g_I) – plus la courbe d'allocation du portefeuille présente une pente négative. Si cette pente est connue de l'investisseur, en revanche le scénario (I ou II) ne l'est pas. Les scénarios I et II (et les valeurs de g_I et de g_{II}) sont des probabilités fixées qui tiennent compte de la demande de risque d'équilibre (par le biais de la condition du premier ordre pour le niveau optimal de la fraction a).
- ⁴ L'hypothèse de maximisation de l'utilité anticipée de la richesse finale permet de procéder à une analyse qui dépasse les distorsions intertemporelles de l'impôt (consommation contre épargne) qui se manifestent fréquemment dans le domaine de l'imposition des revenus de placements.

- 5 Avec deux situations, $E[U(W)] = P_I U(W_I) + P_{II} U(W_{II}) = P_I U(W_0(1+r+a(e_I-r))) + P_{II} U(W_0(1+r+a(e_{II}-r)))$. La pente de la fonction de l'espérance d'utilité, mesurée par l'équation $E[-U'(W_I)/U'(W_{II})] = (-P_I U'(W_I)/P_{II} U'(W_{II}))$, est dérivée de l'hypothèse selon laquelle (W_I, W_{II}) entretient une utilité anticipée constante. Une dérivation totale de $E[U(W_I, W_{II})] = C$ aboutit au résultat suivant : $dE[U(W_I, W_{II})] = (\partial E[U(W)]/\partial W_I) dW_I + (\partial E[U(W)]/\partial W_{II}) dW_{II} = 0$. De ce fait, la pente de la fonction de l'utilité anticipée se note $(dW_{II}/dW_I) = -E[U'(W_I)]/E[U'(W_{II})] = -P_I U'(W_I)/P_{II} U'(W_{II}) < 0$.
- 6 La condition d'équilibre (C.5c) peut être notée comme suit : $-U'(W_{II})/U'(W_I) = (P_I g_I)/(P_{II} g_{II})$. Cette formule lie les probabilités au rendement du placement plutôt qu'à l'utilité. Dans une situation optimale, la diminution de l'utilité issue d'une baisse de la richesse de fin de période dans le scénario II résultant d'une augmentation d' (a) à la marge par rapport à l'augmentation de l'utilité issue d'une hausse de la richesse de fin de période dans le scénario I résultant de la même variation d' (a) , est tout juste égale au taux attendu (constant) d'augmentation de la richesse de fin de période dans le scénario I par rapport à la baisse du scénario II en augmentant (a) . La condition d'équilibre peut être exprimée autrement, sous la forme $U'(W_I) P_I g_I = U'(W_{II}) P_{II} (-g_{II})$. Dans une situation optimale, l'augmentation de l'utilité anticipée dans le scénario favorable liée au relèvement de (a) à la marge est tout juste égale à la baisse de l'utilité anticipée dans le scénario défavorable qui résulterait d'un abaissement de (a) à la marge.
- 7 Sur la base de la représentation de l'aversion absolue pour le risque $R_A = -U''(W)/U'(W)$ évaluée à la richesse finale (voir l'annexe B), le terme du numérateur représentant l'élasticité η (voir C.10) peut être noté $E[U''(W)(e_s-r)] = -E[R_A U'(W)(e_s-r)]$ ou bien $-E[(R_A - R_A^*) U'(W)(e_s-r)]$ en utilisant la condition du premier ordre (C.5a), où R_A^* mesure le degré d'aversion absolue pour le risque lorsque le rendement de l'actif risqué est égal à celui de l'actif sûr ($e=r$), $R_A^* = R_A(W_0(1+r))$. Lorsque l'aversion absolue pour le risque diminue ($\partial R_A/\partial W < 0$), il s'en suit que, lorsque $E[(e_s-r)] > 0$, alors $(R_A - R_A^*) < 0$, tandis que si $E[(e_s-r)] < 0$, alors $(R_A - R_A^*) > 0$. De ce fait, dans la situation « normale » d'une aversion absolue pour le risque décroissante, $E[U''(W)(e_s-r)] > 0$ et donc $\eta > 0$, ce qui suppose qu'en cas d'augmentation de la richesse, le montant (niveau) de richesse investi dans l'actif risqué progresse également.
- 8 En principe, l'élasticité de la demande d'actifs risqués en fonction de la richesse peut être observée de manière empirique.
- 9 Dans l'analyse des effets des plus-values ou moins-values sur la prise de risque, l'approche communément adoptée consiste à prendre pour hypothèse et à modéliser une imposition sur la base d'une comptabilisation en droits constatés. Au moment d'étudier les résultats ou les implications de ce modèle, on peut convertir le taux fondé sur la constatation en un taux équivalent à une comptabilisation fondée sur la réalisation pour une hypothèse donnée de durée de détention. Cette approche peut se révéler satisfaisante lorsque les durées de détention sont les mêmes dans le cas des plus-values que dans celui des moins-values. Elle est toutefois moins pertinente s'il s'avère qu'en pratique les individus tendent à conserver les actifs générateurs de gains en capital (pour bénéficier de l'effet de report) et à revendre ceux qui enregistrent des pertes (dans le cas où l'on peut faire valoir une perte en capital). L'analyse effectuée ici suit l'approche standard consistant à ignorer ces différences temporelles dans la résolution formelle des équations. Cependant, dans un modèle simple à une seule phase, les conséquences de ce décalage temporel de la comptabilisation des pertes et des gains en capital peuvent être palliées en prenant pour le scénario favorable un taux d'imposition des plus-values inférieur à celui du scénario défavorable.

- 10 L'expression de « compensation intégrale des pertes en capital » désigne ici le traitement symétrique des plus-values et des moins-values. La symétrie (compensation intégrale des pertes) ne doit être comprise que comme signifiant une déduction à 100 % des moins-values lorsque les plus-values sont intégrées pleinement à l'assiette d'imposition (inclusion à 100 % des plus-values).
- 11 La pente $S_j T_j = (W_{II(a=1)j} - W_{II(a=0)j}) / (W_{I(a=1)j} - W_{I(a=0)j}) = [(1 + e_{II}(1 - t_{cII})) - (1 + r(1 - t))] / [(1 + e_I(1 - t_{cI})) - (1 + r(1 - t))]$, avec j comme indice des régimes fiscaux, donne $(e_{II}(1 - t_{cII}) - r(1 - t)) / (e_I(1 - t_{cI}) - r(1 - t))$ après simplification. Lorsque les plus-values sont taxées en tant que revenu ordinaire et que les gains et pertes en capital sont traités de manière symétrique, de manière à ce que $t_{cI} = t_{cII} = t$, la pente de la courbe d'allocation du portefeuille est identique à celle constatée dans le scénario sans imposition : la pente de $[S_2 T_2] = (e_{II} - r) / (e_I - r) = g_{II} / g_I$.
- 12 Dans le cas d'une compensation totale des pertes (traitement symétrique des gains et des pertes en capital), l'imposition des plus-values diminue l'écart type des rendements $SD(R)$ et symétriquement le rendement attendu (moyen) $E(R)$ – ce qui suppose que le ratio $E(R)/SD(R)$ reste inchangé. Comme nous le voyons dans cette partie, l'imposition des plus-values peut encourager la témérité des investisseurs hostiles au risque lorsque l'élasticité de la demande d'actifs risqués en fonction de la richesse est inférieure à 1.
- 13 Lorsque le rendement de l'actif sans risque est égal à zéro ($r=0$), le résultat statique comparatif (C.32b) est $\partial a / \partial t = a / (1 - t)$. Avec une compensation intégrale des pertes, l'écart type de la richesse de fin de période est proportionnel à $a(1 - t)$, ce qui ne change pas en fonction de l'impôt en cas d'augmentation d' a en proportion de $1/(1 - t)$.
- 14 C'est initialement Stiglitz (1969) qui est arrivé à cette conclusion dans son article fondateur sur l'imposition et la prise de risque. Si $r=0$ et $t_{cI} = t_{cII} = t$, la richesse anticipée est égale à $E[W] = P_I \cdot W_I + P_{II} \cdot W_{II} = (1 - t_w) W_0 (P_I (1 + a e_I(1 - t)) + P_{II} (1 + a e_{II}(1 - t)))$. En augmentant $a = a / (1 - t)$ en présence d'un taux d'imposition t , $E[W]$ reste inchangé. L'utilité anticipée $E[U(W)] = P_I \cdot U(W_I) + P_{II} \cdot U(W_{II}) = P_I \cdot U((1 - t_w) W_0 (1 + a e_I(1 - t))) + P_{II} \cdot U((1 - t_w) W_0 (1 + a e_{II}(1 - t)))$ ne varie pas non plus.
- 15 Le résultat est exprimé avec un signe négatif devant le dénominateur du quotient $U''(W)$ (avec un ajustement correspondant du numérateur) afin de faciliter l'interprétation des résultats ($-U''(W)(e - r)^2$ étant strictement positif).
- 16 L'analyse prend pour hypothèse que la valeur attendue du rendement incertain pour une unité monétaire investie dans l'actif risqué dépasse le rendement certain d'une unité monétaire placée dans l'actif sans risque. Dans l'univers à deux scénarios, cette condition peut s'exprimer comme suit : $(p_I e_I + p_{II} e_{II}) > r$ avec p_I représentant la probabilité de réalisation du scénario favorable I lorsque le rendement anticipé de l'actif risqué correspond à $e_I = g_I + r$ with ($g_I > 0$), et $p_{II} = 1 - p_I$ dénotant la probabilité de réalisation du scénario défavorable pour un rendement anticipé de l'actif risqué de $e_{II} = g_{II} + r$, avec ($g_{II} < 0$). L'hypothèse de rendement anticipé peut être exprimée comme suit : $(p_I(g_I + r) + p_{II}(g_{II} + r)) > r$, qui donne après simplification $(p_I g_I + p_{II} g_{II}) > 0$ ou bien $(p_I g_I) > -(p_{II} g_{II})$. Avec une imposition symétrique des plus-values et des moins-values au taux t , il s'en suit que $(t \cdot p_I g_I) > -(t \cdot p_{II} g_{II})$. En d'autres termes, l'imposition à un taux t des gains et pertes en capital suppose une prévision de diminution de la richesse malgré la compensation intégrale des moins-values.
- 17 La pente de $[ST] = (W_{II(a=1)} - W_{II(a=0)}) / (W_{I(a=1)} - W_{I(a=0)}) = (1 - t_w) [(1 + e_{II}(1 - at)) - (1 + r(1 - t))] / (1 - t_w) [(1 + e_I(1 - t)) - (1 + r(1 - t))]$ après impôt. Une fois simplifiée, cette formule donne $(e_{II}(1 -$

$t+t\alpha t-r(1-t))/(1-t)(e_1-r)=(e_{II}-r)/(e_1-r)+t(1-\alpha)e_{II}/(1-t)(e_1-r)$. Sur la base de l'identité $e_s=r+g_s$ pour les deux scénarios $s=I, II$, la pente de $[ST]=(g_{II}/g_I)+t(1-\alpha)e_{II}/(1-t)g_I$ lorsque $e_{II}<0$. Pour $\alpha<1$, la pente de $[ST]$ devient plus négative. La dérivée de la pente sur la base du paramètre α est positive ($\partial(\text{pente})/\partial\alpha=-(te_{II}/(1-t)g_I)>0$). De ce fait, la courbe d'allocation du portefeuille affiche une pente moins négative lorsque les paramètres de compensation des pertes en capital augmentent.

18 Sur la base de la mesure d'aversion absolue pour le risque $R_A=-U''(W)/U'(W)$, le terme du numérateur $E[aW_0U''(W)(e_{nII}-r_n)]$ peut être exprimé sous la forme $-aW_0E[R_AU'(W)(e_{nII}-r_n)]=-aW_0E[(R_A-R_A^*)U'(W)(e_{nII}-r_n)]$ à partir de la condition du premier ordre (C.13ba), sachant que R_A^* mesure le degré d'aversion absolue pour le risque lorsque le rendement risqué anticipé net est égal à au rendement sans risque anticipé ($E[e_{ns}]=r_n$, $R_A^*=R_A(W_0(1+r_n))$). Dans un cas d'aversion absolue pour le risque décroissante ($\partial R_A/\partial W<0$), dans le second scénario selon lequel $E[(e_{nII}-r_n)]<0$, il s'en suit que $(R_A-R_A^*)>0$. De ce fait, en cas de diminution de l'aversion absolue pour le risque, nous obtenons l'équation suivante : $E[aW_0U''(W)(e_{nII}-r_n)]=-aW_0E[(R_A-R_A^*)U'(W)(e_{nII}-r_n)]>0$.

19 La pente de $[ST]=(W_{II(a=1)}-W_{II(a=0)})/(W_{I(a=1)}-W_{I(a=0)})=(1-t_w)[(1+e_{II}(1-(1-\beta)t))-(1+r(1-t))]/(1-t_w)[(1+e_I(1-(1-\beta)t))-(1+r(1-t))]$ après impôt, ce qui donne après simplification $(e_{II}(1-(1-\beta)t)-r(1-t))/(e_I(1-(1-\beta)t)-r(1-t))$. La dérivée de la pente sur la base du paramètre d'exclusion β est positive ($\partial(\text{slope})/\partial\beta=(-tr(1-t)(e_{II}-e_I)/(e_I(1-(1-\beta)t)-r(1-t))^2)>0$). Ainsi, la courbe d'allocation de portefeuille prend une pente moins négative lorsque le paramètre β augmente.

20 Comme on l'a constaté à la note 6, $E[aW_0U''(W)(e_{ns}-r_n)]=-aW_0E[R_AU'(W)(e_{ns}-r_n)]=-aW_0E[(R_A-R_A^*)U'(W)(e_{ns}-r_n)]$ avec $R_A^*=R_A(W_0(1+r_n))$ est évalué pour $E[e_{ns}]=r_n$ (précisons qu'au point $E[e_s]=r$, l'on a $E[e_s(1-t)]=r(1-t)$ ou $E[e_{ns}]=r_n$). En cas de diminution de l'aversion absolue pour le risque, avec $E[(e_{ns}-r_n)]>0$, alors $(R_A-R_A^*)<0$, et si $E[(e_{ns}-r_n)]<0$, alors $(R_A-R_A^*)>0$. De ce fait, $E[a(1-t_w)W_0U''(W)(e_{ns}-r_n)]=-a(1-t_w)W_0E[(R_A-R_A^*)U'(W)(e_{ns}-r_n)]>0$.

ANNEXE D

CONSÉQUENCES POSSIBLES DE L'IMPOSITION DES PLUS-VALUES SUR LA POLITIQUE FINANCIÈRE DE L'ENTREPRISE

Cette annexe présente une analyse résumée des effets possibles de l'imposition des plus-values sur le coût du capital à même d'influencer la politique financière de l'entreprise, à partir du modèle de capitalisation de l'impôt étudié par King (1974, 1977), Auerbach (1979), Fullerton et King (1984), Edwards et Keen (1984) et Sinn (1987, 1991).

Nous nous attacherons ici au coût du capital associé aux trois principales sources de financement des entreprises : la dette, le report à nouveau des bénéfices non distribués et l'émission d'actions nouvelles, avec les implications des différentes combinaisons de taux d'imposition des personnes physiques et des entreprises sur les rendements des placements. Le coût du capital mesure le taux de rendement réel avant impôt du capital productif marginal qu'il faut gagner pour couvrir tout juste les coûts de financement de l'entreprise et ses impôts. En comparant les formes de coût du capital selon les différentes sources de financement, on fait ressortir les conséquences possibles de l'imposition des plus-values et des dividendes des actionnaires sur la politique financière de l'entreprise¹.

En particulier, lorsque l'imposition des actionnaires se traduit par une augmentation du coût du capital d'une source de financement par rapport à une autre, c'est bien entendu la seconde que l'entreprise sera la plus susceptible de choisir. Les résultats nous incitent à étudier les paramètres relatifs des taux d'imposition des actionnaires (et des taux de taxation des bénéfices des sociétés) qui permettraient d'éliminer l'impact du système fiscal sur la politique financière de l'entreprise, avec un résultat neutre (soit une politique financière similaire à celle observée en l'absence d'imposition) supposant généralement que l'imposition au niveau de l'actionnaire entraînera des pertes de poids mort moins élevées.

Au moment d'examiner ces résultats, il convient de garder à l'esprit qu'une décision politique sur les paramètres du taux d'imposition des plus-values dépendra normalement de plusieurs facteurs, et non seulement de critères d'efficacité concernant les distorsions des politiques de distribution des entreprises provenant de différences entre les taux d'imposition relatifs des bénéfices et intérêts distribués ou non. Un impôt généralisé sur les plus-values – applicable non seulement aux gains ou pertes en capital réalisés sur les actions en conséquence du résultat des entreprises, mais également à ceux dégagés par d'autres actifs – suppose un large éventail de dimensions politiques². Comme nous l'avons vu dans le corps du document, de nombreuses questions politiques peuvent jouer un rôle (par exemple les exigences de revenu, des questions relatives aux actions, des paramètres d'efficacité, y compris d'éventuels effets de rétention des bénéfices, l'intérêt politique de promotion de l'épargne et l'investissement). En outre, comme on l'a déjà vu, le coût du capital dépend de plusieurs hypothèses clés telles que l'identité et le traitement fiscal de l'actionnaire marginal.

Comme on le verra plus en détail, les mesures de coût du capital pour le financement par endettement, par émission d'actions nouvelles (NE) et par report à nouveau des bénéfices (RE) peuvent être obtenues selon les formules du tableau A.D.1 ci-après.

Tableau 1. Tableau A.D.1 : Résumé des mesures du coût du capital*

Sources de financement	Taux de rendement minimal après impôt sur les sociétés	Taux de rendement minimal avant impôt sur les sociétés (coût du capital)
dette (B)	$r(1-u)$	$\pi_B = r$
actions nouvelles (NE)	$r(1-t_i)/(1-t_{dp})$	$\pi_{NE} = r(1-t_i)/(1-t_{dp})(1-u)$
report à nouveau (RE)	$r(1-t_i)/(1-t_c)$	$\pi_{RE} = r(1-t_i)/(1-t_c)(1-u)$

*La formule part du principe que le taux d'imposition des sociétés u est le même pour le report à nouveau et pour les bénéfices distribués.

Dans la formule ci-après, π représente le taux de rendement avant impôt du capital productif (physique) marginal nécessaire pour couvrir les coûts de financement et les impôts de la société ; r représente le taux d'intérêt du marché pour les obligations au risque équivalent à celui des actions (supposées constituer l'instrument d'épargne de substitution déterminant le coût d'opportunité du financement) ; u_r représente l'impôt sur les sociétés (IS) applicable aux bénéfices non distribués ; u_d représente l'IS sur les bénéfices distribués nets de tout bénéfice d'intégration au niveau de l'entreprise ; t_{dp} représente l'impôt sur le revenu des personnes physiques (IRPP) dû au titre des bénéfices distribués nets de tout bénéfice d'intégration au niveau personnel ; t_{cs} représente le taux d'IRPP applicable aux plus-values (application du taux de droit commun à la réalisation) ; t_c représente le taux d'IPRR applicable aux plus-values (taux effectif de comptabilité d'exercice) et t_i représente le taux d'IRPP sur les intérêts obligataires. Si le taux d'imposition sur les sociétés est le même que les bénéfices soient distribués ou reportés, il pourra être simplement noté u , comme dans le tableau A.D.1

1. Analyse des conséquences de l'imposition des actionnaires

L'analyse de la présente partie procède à une description rédigée, intégrant quelques signes algébriques élémentaires, des hypothèses d'arbitrage qui sous-tendent les mesures élémentaires du coût du capital concernant le financement par la dette, par l'émission d'actions nouvelles et par les bénéfices réinvestis, avec une attention particulière pour les implications à l'échelle de l'imposition t des actionnaires, et examine les implications de neutralité des différentes approches de taxation des dividendes et des plus-values. Le tableau ci-dessous rassemble et définit plusieurs variables³ :

Tableau 2. Tableau A.D.2 : Définitions des différentes variables*

π	Taux de rendement marginal avant impôt du capital productif (diminue lorsque le capital social augmente)
r	Taux d'intérêt du marché pour les obligations à taux fixe t
u_r	Taux d'IS sur les bénéfices non distribués

u_d	Taux d'IS sur les bénéfices distribués (net de tout bénéfice d'intégration au niveau de l'entreprise)
t_{dp}	Taux d'IRPP sur les bénéfices distribués (net de tout bénéfice d'intégration au niveau personnel)
t_{cs}	Taux d'IRPP sur les plus-values (taux de droit commun appliqué à la réalisation)
t_c	Taux d'IRPP sur les plus-values (taux effectif de comptabilité d'exercice)
t_i	Taux d'IRPP sur les intérêts

*IS=impôt sur les sociétés, IRPP=impôt sur le revenu des personnes physiques

a) Coût du financement par la dette

Le cas le plus facile à analyser est celui du financement par le crédit, en supposant que les fonds puissent être empruntés à un taux de marché fixe de r et que les charges de l'emprunt (c'est-à-dire les intérêts du crédit) soient déductibles des impôts. Comme le montre le tableau A.D.3., le coût du capital, ou le rendement avant impôt d'une unité de capital marginale requise pour couvrir les frais de financement et les impôts, est représenté par la formule :

$$\pi_B = r \quad (D.4)$$

Ce résultat (identique à celui obtenu dans le scénario sans imposition) découle du fait que les intérêts du crédit soient une dépense déductible.

Tableau 3. Tableau A.D.3 : Calcul du coût du capital de l'investissement financé par la dette

Fonds empruntés	1
Impact des plus-values	néant
Rendement des fonds investis :	
Fonds investis en capital productif	1
Rendement brut du capital productif	π
Rendement net d'IS	$\pi(1-u_r)$
Coût du financement :	
Fonds empruntés	1
Charge d'intérêts brute des fonds empruntés	r
Frais financiers nets des fonds empruntés	$r(1-u_r)$
Condition d'équilibre	$\pi(1-u_r)=r(1-u_r)$
Coût du capital (financé par la dette)	$\pi_B = r$

La représentation du coût du capital dans le cas d'un financement par la dette, qui assure l'égalité du taux de rendement avant impôt du capital productif avec le taux d'intérêt des obligations, reflète un équilibre du marché financier pour lequel la charge fiscale des entreprises ne concernerait que les investissements inframarginaux (et non les

rendements marginaux lorsque la rente économique disparaît). Pour un capital social inférieur au point d'équilibre, le taux de rendement du capital avant impôt dépasse le coût du financement (taux d'intérêt) et les profits économiques sont encaissés et taxés. Pour un capital social au point d'équilibre, en revanche, le rendement d'un projet financé par la dette ne fait que couvrir les charges d'intérêt, ce qui suppose un profit économique ramené à zéro.

b) Financement du coût du capital par l'émission d'actions nouvelles

Dans le calcul du coût du capital de l'investissement des entreprises financé par l'émission d'actions nouvelles, l'actionnaire est supposé comparer le rendement net obtenu grâce à l'injection d'unités supplémentaires de capital social dans l'entreprise pour financer un complément de capital productif, le rendement net r de l'investissement de cette unité monétaire étant supposé égal à celui d'un actif de risque équivalent (ici les obligations). Le nouveau capital social se distingue de l'ancien en cela qu'il est extérieur à l'entreprise, contrairement aux bénéfices non distribués (internes), ce qui signifie que l'impôt sur les dividendes peut être évité (en investissant les fonds dans des obligations).

Rendement des fonds nouvellement investis

Pour chaque unité de nouveau capital social investi dans les actifs productifs de la société, le rendement net revenant à l'actionnaire après impôt sur les sociétés et sur les bénéfices distribués, est mesuré comme suit :

$$\pi(1-u_d)(1-t_{dp}) \quad (D.5)$$

Coût d'opportunité

L'investissement dans l'entreprise d'une unité de nouveau capital social (auquel l'actionnaire doit renoncer) dégage un coût d'opportunité après impôt égal au rendement après impôt du placement de substitution en obligations dégageant un taux de rendement r imposé au taux d'IRPP t_i :

$$r(1-t_i) \quad (D.6)$$

Condition d'équilibre (d'où découle le coût du capital)

De ce fait, dans le cas d'un financement par émission d'actions nouvelles, le coût du capital (soit le taux de rendement marginal avant impôt requis pour le capital productif) est déterminé par la condition ci-dessous d'égalité entre le rendement net des actions nouvelles et des obligations :

$$\pi(1-u_d)(1-t_{dp})=r(1-t_i) \quad (D.7a)$$

La résolution de l'équation représentant le taux de rendement avant impôt requis en cas d'émission d'actions nouvelles (NE) aboutit à l'identité suivante (voir également le tableau 3.1) :

$$\pi_{NE} = r(1-t_i)/(1-t_{dp})(1-u_d) \quad (D.7b)$$

Contrairement au cas de financement par la dette, le coût du capital subit une distorsion sous l'effet du système fiscal dans le scénario de financement par émission d'actions nouvelles, en l'absence de bénéfice d'intégration. Partons par exemple d'un

régime d'imposition classique dans lequel les dividendes et les intérêts sont taxés au même taux d'IRPP ($t_{dp}=t_i$). Dans ce cas, π_{NE} est égal à :

$$\pi_{NE1} = r/(1-u_d) \text{ (régime traditionnel avec } t_{dp}=t_i) \quad (D.8)$$

Le taux de rendement du capital avant impôt requis est égal au taux d'intérêt du marché r dont on déduit le montant brut sur la base de $(1-u_d)$, pour tenir compte du fait que le rendement des capitaux propres n'est pas déductible des impôts (contrairement aux rendements de l'emprunt) et qu'ils sont donc soumis à une double imposition.

Tableau 4. Tableau A.D.4 : Calcul du coût du capital pour les investissements financés par émission d'actions nouvelles

Nouveau capital social	1
Impact des plus-values	néant
Rendement des fonds réinvestis :	
Fonds investis	1
Rendement brut des fonds investis	π
Rendement net d'IS	$\pi(1-u_d)$
Rendement net d'IRPP sur les revenus distribués aux actionnaires	$\pi(1-u_d)(1-t_{dp})$
Coût du financement (d'opportunité) :	
Fonds non touchés avec l'émission d'actions	1
Rendement non touché (coût d'opportunité)	$r(1-t_i)$
Condition d'équilibre (arbitrage)	$\pi(1-u_d)(1-t_{dp})=r(1-t_i)$
Coût du capital (financé par l'émission d'actions nouvelles)	$\pi_{NE} = r(1-t_i)/(1-t_{dp})(1-u_d)$

Dans plusieurs pays, le taux d'imposition effectif des dividendes reçus par les personnes physiques est inférieur à celui des revenus d'intérêts. C'est le cas dans les systèmes d'imputation qui prévoient une intégration totale ou partielle des impôts des entreprises et des particuliers sur les profits distribués. De même, dans les systèmes d'inclusion partielle, le taux d'imposition effectif des revenus de dividendes est inférieur à celui des intérêts (en raison d'une inclusion partielle plutôt que totale des revenus de dividendes à l'assiette de la personne physique). À partir de l'équation (D.7b), le coût du capital s'avère inférieur à $r/(1-u_d)$ lorsque le taux d'imposition effectif des dividendes t_{dp} est inférieur au taux t_i de taxation des intérêts. L'inclusion partielle des revenus de dividendes à l'assiette des personnes physiques abaisserait par exemple le coût du capital à moins de $r/(1-u_d)$. Plus important est l'abattement fiscal sur les revenus de dividendes de l'actionnaire marginal, plus le coût du capital se rapproche du taux d'intérêt du marché t (neutralité accrue).

Considérons la représentation du coût du capital des émissions d'actions nouvelles dans le cas restrictif d'un système fiscal qui permettrait une intégration totale de

l'imposition des revenus distribués pour les entreprises et pour les personnes physiques. Dans ce cas de figure, le taux d'imposition effectif sur les revenus de dividendes est exprimé comme suit :

$$t_{dp}=(t_i-u_d)/(1-u_d) \quad (D.9a)$$

de sorte que

$$(1-t_{dp})=(1-t_i)/(1-u_d) \quad (D.9b)$$

Si l'on intègre ce résultat à la formule générale (D.7b), l'on obtient la représentation suivante du coût du capital du financement par émission d'actions nouvelles, avec intégration totale des profits distribués :

$$\pi_{NE2} = r \quad (\text{intégration totale avec } t_{dp}=(t_i-u_d)/(1-u_d)) \quad (D.10)$$

L'équation (D.10) montre qu'avec une intégration totale de l'impôt des entreprises et des personnes physiques sur les profits distribués, le coût du capital de l'investissement financé par émission d'actions nouvelles ne subirait pas de déformations du fait du régime fiscal, puisque le rendement perçu par les personnes physiques serait effectivement soumis à l'impôt au même taux (unique), le taux d'imposition de l'IRPP t_i de l'actionnaire, qui s'applique aussi aux produits d'intérêts⁴.

c) Coût du capital financé par un report à nouveau

Dans le calcul du coût du capital de l'investissement des entreprises financé par les bénéfices non distribués, on suppose que l'actionnaire aura comparé le taux de rendement net obtenu en cas de réinvestissement par l'entreprise d'une unité de bénéfice après impôt, générateur de plus-values soumises à l'impôt, sachant que les bénéfices après impôt feront ensuite l'objet d'une distribution, à la possibilité de distribuer immédiatement l'unité de bénéfice après impôt sur les sociétés pour l'investir en obligations. Une hypothèse clé de ce scénario consiste à supposer qu'on ne peut éviter l'imposition des dividendes pour les fonds internes à la société.

Pour calculer le coût du capital dans le cas où les bénéfices non distribués représentent la source de financement marginal, il est nécessaire de déterminer l'impact théorique de la valeur de marché de la société à l'issue de la rétention (de préférence à la distribution) de ses bénéfices.

Conséquences en termes de plus-values

Selon le modèle de capitalisation de l'impôt, la rétention d'une unité monétaire de bénéfice après impôt⁵ doit générer un flux de dividendes futur marginal qui, après capitalisation et retraitement sur la base des taux d'imposition des personnes physiques applicables à l'investisseur marginal, accroît la valeur de marché de la société dans les proportions suivantes : $\Delta V=(1-t_{dp})/(1-t_c)$.

Sans tenir compte de l'impôt sur les plus-values, la rétention d'une unité de bénéfice après impôt accroît la valeur de marché d'une société de $(1-t_{dp})$ unités, en supposant que la (seule) autre utilisation possible des fonds serait leur distribution, qui transférerait à l'actionnaire la propriété de $(1-t_{dp})$ unités.

L'augmentation de la valeur de marché des actions (ou de la plus-value) liée à la rétention de bénéfices suppose une taxation des plus-values. Selon le modèle de capitalisation de l'impôt, les rendements de placements doivent dégager un flux de revenus futurs suffisant pour couvrir non seulement le manque à gagner en termes de

dividendes, mais également la charge fiscale de l'impôt sur les plus-values. De ce fait, la plus-value requise sur les bénéfices non distribués est représentée par la formule $\Delta V = (1 - t_{dp}) / (1 - t_c)$. Sur la base de ce résultat, la plus-value nette de taxe sur les gains en capital ressort à $\Delta V(1 - t_c) = (1 - t_{dp})$, ce qui est égal au dividende non touché après impôt.

Rendement des fonds réinvestis

Soit une unité de résultat après impôt que la société préfère ne pas distribuer. Le montant correspondant avant IS est égal à $1 / (1 - u_d)$, tandis que le montant correspondant des fonds non distribués après IS ressort à $(1 - u_r) / (1 - u_d)$. Sachant que les fonds réinvestis dégagent un taux de rendement avant impôt sur les sociétés de π , le rendement avant impôt est mesuré par le quotient $\pi(1 - u_r) / (1 - u_d)$.

Pour comparer le rendement du réinvestissement avec celui obtenu dans le cas de l'autre possibilité d'investissement, il convient de s'attacher au rendement touché par l'actionnaire marginal. De ce fait, le rendement avant impôt $\pi(1 - u_r) / (1 - u_d)$ est assujéti à l'impôt sur les sociétés au taux applicable aux bénéfices distribués, au taux u_d , ce qui suppose un rendement après IS et distribution des dividendes égal à $\pi(1 - u_r)$. Le rendement revenant à l'actionnaire, net d'impôt sur les dividendes dû au titre de l'IRPP, est donc représenté par la formule ci-dessous :

$$\pi(1 - u_r)(1 - t_{dp}) \quad (D.11)$$

Coût d'opportunité

Le réinvestissement des bénéfices de l'entreprise après impôt suppose un coût d'opportunité. Ce dernier est déterminé en calculant le montant total de capital abandonné par l'actionnaire, multiplié par le taux de rendement d'une autre source de placement au risque équivalent.

Le total des fonds abandonnés par l'investisseur pour la rétention d'une unité de bénéfice nette d'impôt sur les sociétés, se compose du dividende non touché, à hauteur de $(1 - t_{dp})$, plus la charge fiscale de l'impôt sur les plus-values pour le capital non distribué, égale à $t_c \Delta V = t_c(1 - t_{dp}) / (1 - t_c)$. Le manque à gagner total est donc représenté de la manière suivante :

$$(1 - t_{dp}) + t_c(1 - t_{dp}) / (1 - t_c) = (1 - t_{dp}) / (1 - t_c) \quad (D.12)$$

Si l'on a choisi d'investir à la place les fonds dans des obligations dégagant un taux d'intérêt r , et que les produits d'intérêts sont taxés au taux d'IRPP t_i , alors le coût d'opportunité du réinvestissement d'une unité de bénéfice après IS s'élève à :

$$r(1 - t_i)(1 - t_{dp}) / (1 - t_c) \quad (D.13)$$

Condition d'équilibre (d'où découle le coût du capital)

De ce fait, dans le cas d'un financement par report à nouveau, le coût du capital est déterminé par l'identité ci-après, selon laquelle le rendement net de la rétention de bénéfices (D.11) est égal au coût d'opportunité correspondant (D.13) :

$$\pi(1 - u_r)(1 - t_{dp}) = r(1 - t_i)(1 - t_{dp}) / (1 - t_c) \quad (D.14a)$$

Après réorganisation des termes, on obtient l'équation suivante (voir les tableaux A.D.5 et D.6 qui présentent le calcul du coût du capital pour les bénéfices non distribués selon différentes hypothèses d'unités) :

$$\pi_{RE} = r(1-t_i)/(1-t_c)(1-u_r) \quad (D.14b)$$

Ce résultat montre que le taux de rendement avant impôt requis de l'investissement marginal financé par des bénéfices non distribués peut être faussé par le régime d'imposition, en fonction des taux d'imposition des entreprises et des actionnaires (y compris dans le cas présent du taux d'imposition des plus-values t_c).

Tableau 5. Tableau A.D.5 : Calcul du coût du capital pour l'investissement financé au moyen de bénéfices non distribués*

Bénéfices non distribués (après IS)	1
- bénéfices avant IS	$1/(1-u_d)$
- bénéfice après IS sur les sommes distribuées (*)	1
- bénéfice après IRPP sur les sommes distribuées	$(1-t_{dp})$
- bénéfice après IS sur les sommes non distribuées (**)	$(1-u_r)/(1-u_d)$
Conséquences pour les plus-values	
Plus-value sur les sommes non distribuées (plutôt que distribuées) d'une unité de bénéfice après IS (sur les sommes distribuées)	$\Delta V=(1-t_{dp})/(1-t_c)$
Plus-value sur le montant de bénéfices non distribués (*)	$(1-t_{dp})/(1-t_c)$
Impôt sur les plus-values pour les sommes non distribuées	$t_c(1-t_{dp})/(1-t_c)$
Rendement des fonds réinvestis	
Bénéfices non distribués après IS sur les sommes non distribuées (**)	$(1-u_r)/(1-u_d)$
Rendement des fonds réinvestis avant IS	$\pi(1-u_r)/(1-u_d)$
Rendement des fonds réinvestis après IS sur les fonds distribués aux actionnaires	$\pi(1-u_r)$
Rendement des fonds réinvestis après IRPP sur les fonds distribués aux actionnaires	$\pi(1-u_r)(1-t_{dp})$
Coût du financement (coût d'opportunité)	
Manque à gagner dans le cas d'un report à nouveau (dividendes non touchés plus impôt sur les plus-values)	$(1-t_{dp})+t_c(1-t_{dp})/(1-t_c)=(1-t_{dp})/(1-t_c)$
Manque à gagner en termes de rendement (coût d'opportunité)	$r(1-t_i)(1-t_{dp})/(1-t_c)$
Condition d'équilibre (arbitrage)	$\pi(1-u_r)(1-t_{dp})=r(1-t_i)(1-t_{dp})/(1-t_c)$
Coût du capital (financé par un report à nouveau)	$\pi_{RE} = r(1-t_i)/(1-t_c)(1-u_r)$

* voir également le tableau A.D.6 qui calcule le coût du capital sur la base de différentes hypothèses d'unités.

Il est intéressant de voir que dans le modèle de capitalisation des impôts, le coût du capital de l'utilisateur est indépendant du taux d'imposition des dividendes t_{dp} . Cela s'explique par le fait que, comme on le voit dans le tableau D.5 (et dans le tableau D.6 pour d'autres approches), l'impôt sur les dividendes est inévitable, selon ce modèle, en raison de la distribution des gains de réinvestissement, mais également dans le cadre de l'autre option qui consiste à distribuer des bénéfices pour les investir en dehors de l'entreprise. Alors que le moment de l'imposition des revenus distribués est différent dans ces deux situations, l'effet net de cet impôt l'amène à s'annuler.

Au vu du résultat précédent, on étudiera tout d'abord le traitement fiscal traditionnel selon lequel les plus-values sont imposées dans leur totalité au fur et à mesure de leur constitution, en tant que revenu ordinaire (c'est-à-dire qu'elles sont soumises au même taux effectif que les produits d'intérêts). Dans ce cas, le coût du capital d'un financement marginal sous forme d'émission d'actions nouvelles ressort comme suit :

$$\pi_{RE1} = r/(1-u_r) \text{ (imposition classique, avec } t_c=t_i) \quad (D.15)$$

Ce taux est similaire à celui obtenu pour le coût du capital d'un financement à base d'émission d'actions nouvelles auquel est attribué le traitement fiscal classique des profits distribués⁶. Cette similitude s'explique par le fait que, dans les deux cas, les bénéfices sont soumis à la double imposition, premièrement au niveau de l'entreprise et deuxièmement au niveau de l'actionnaire ; dans cet exemple, l'imposition se fait sur la base de la constatation au taux d'IRPP de base t_i de l'actionnaire.

Dans la pratique, la plupart des pays imposent les plus-values sur la base de leur réalisation et non de leur constatation. Si t_{cs} représente le taux d'imposition des plus-values de droit commun applicable au moment de la réalisation – qui est égal au taux d'imposition des personnes physiques sur les produits d'intérêts, ou éventuellement à un autre taux d'imposition – le taux d'imposition équivalent à celui obtenu dans la méthode par constatation applicable aux plus-values en cours d'accumulation ressort comme suit⁷ :

$$t_c = t_{cs}/\lambda^{(h-1)} \text{ avec } \lambda = 1+r(1-t_i) \quad (D.16)$$

sachant que h représente la durée de détention des actions. À la limite, comme h s'étend à l'infini, le taux d'imposition équivalent à celui de la méthode par constatation se rapproche de zéro (t_c tend vers 0). Sur la base de la formule générale de π_{RE} représentée par l'équation (D.14b), si le taux d'imposition effectif des plus-values est égal à zéro (soit dans un scénario avec imposition mais où la cession est toujours reportée, soit en cas d'exonération fiscale des plus-values), le coût du capital de l'investissement marginal financé par les bénéfices conservés s'exprime de la sorte⁸ :

$$\pi_{RE2} = r(1-t_i)/(1-u_r) \text{ (report constant des cessions ou exonération d'impôt sur les plus-values, avec } t_c=0) \quad (D.17)$$

On peut formuler plusieurs observations si l'imposition différée (sur les gains réalisés) se traduit par un taux effectif négligeable de taxation de plus-values. Premièrement, le coût du capital d'un financement par report à nouveau serait inférieur à celui d'un financement par émission d'actions nouvelles si les dividendes sont soumis à une fiscalité traditionnelle et imposés au même taux que les produits d'intérêts ($\pi_{NE1} = r/(1-u_d)$). Avec une double imposition des dividendes et des bénéfices non distribués taxés uniquement au taux de l'IS, l'option de l'émission d'actions nouvelles serait moins attrayante que celles du report à nouveau ou de l'endettement.

Deuxièmement, si l'on intègre entièrement l'imposition du revenu distribué, alors le coût du capital des bénéficiaires non distribués sera égal à celui de l'émission d'actions nouvelles et de l'endettement à condition que le taux d'imposition des bénéficiaires non distribués des sociétés soit équivalent au taux d'imposition des produits d'intérêts des personnes physiques. On observe dans ce cas une neutralité financière parfaite :

$$\pi_{RE3} = r \text{ (avec } t_c=0 \text{ et } t_i=u_r) \quad (D.18)$$

Ce résultat est intuitif. Si le taux effectif d'imposition des plus-values est égal à zéro, impliquant une imposition unique des bénéficiaires non distribués au niveau de l'entreprise, alors la neutralité suppose un taux d'imposition des bénéficiaires non distribués des sociétés égal à celui sur les intérêts (du placement de substitution), au seul niveau des personnes physiques. Si cette égalité se vérifie, alors il sera indifférent de choisir un financement par report à nouveau, par endettement ou par émission d'actions nouvelles en cas d'imputation totale pour les bénéficiaires distribués et si le coût du capital de chaque source de financement est égal au taux d'intérêt du marché ($\pi_B = \pi_{NE} = \pi_{RE} = r$), comme nous l'avons vu dans le scénario sans imposition⁹. Si toutefois – comme c'est souvent le cas dans de nombreux systèmes fiscaux – le taux d'imposition des bénéficiaires non distribués des sociétés est inférieur au taux d'IRPP de base, alors le report de l'impôt sur les gains en capital peut abaisser le coût du capital des bénéficiaires non distribués sous la barre du taux d'intérêt du marché.

Dans les premières études consacrées aux effets pervers possibles de la fiscalité sur la politique financière des entreprises, une distinction a été établie entre la dette et les fonds propres, et en particulier entre la dette et les actions nouvelles (de préférence aux bénéficiaires non distribués). L'« ancien » postulat qui voulait que le financement par les fonds propres s'effectue via l'émission d'actions nouvelles faisait ressortir les effets pervers de la taxation des dividendes, tandis que n'étaient pas relevés les effets de distorsion possibles de l'imposition des plus-values sur la politique financière de l'entreprise¹⁰.

Le coût du capital des fonds propres (nouvellement apportés) était calculé selon l'hypothèse, utilisée plus haut, selon laquelle les actionnaires comparent les rendements des dividendes des actions nouvelles aux intérêts des obligations, et exigent un taux de rendement des fonds propres avant impôt égal à la formule suivante : $\pi = r(1-t_i)/(1-t_{dp})(1-u_d)$, comme l'exprime l'équation (D.7b). Dans le cas d'un système fiscal classique, qui correspond à ce qui a été observé majoritairement dans les années 60 et 70, avec des taux d'imposition effectifs identiques des dividendes et des produits d'intérêts touchés par les personnes physiques, l'équation représentant le coût du capital peut être simplifiée comme suit : $\pi = r/(1-u_d)$, comme on le voit en (D.8)

Sur cette base (financement par émission d'actions nouvelles, avec $t_{dp}=t_i$), le coût du capital ou le rendement requis du capital avant impôt se révèle supérieur à plus de 40% à celui des obligations si le taux d'IS est égal à 30%, par exemple, et encore plus élevé si le taux d'imposition des sociétés augmente, ce qui laisse supposer des distorsions économiques marquées. La double imposition des bénéficiaires de l'entreprise, d'abord au niveau de celle-ci puis au niveau de l'actionnaire, peut être amenée à diminuer la propension à investir, du moins dans le contexte d'une économie fermée, et peut se traduire par une allocation excessive du capital aux ménages (si les produits financiers sont soumis une fois à l'impôt aux taux de l'IRPP) par rapport aux entreprises. et aussi, souvent, la source marginale de financement, en particulier

Contrairement à cet « ancien » postulat, le « nouveau » suppose que l'essentiel des fonds propres sont générés en interne. De fait, dans la plupart des pays, les bénéfices non distribués représentent l'essentiel des fonds propres des entreprises et aussi, souvent, la source marginale de financement, en particulier pour les sociétés ayant atteint une certaine maturité¹¹. Si l'on admet les bénéfices non distribués comme source de financement, l'expression du coût du capital pour l'utilisateur ressort sous la forme $\pi_{RE} = r(1-t_i)/(1-t_c)(1-u_r)$. Les distorsions fiscales implicites peuvent se révéler nettement moins importantes que celles que suppose l'identité $\pi_{RE} = r/(1-u_d)$ si le taux d'imposition des produits d'intérêts des personnes physiques atteint ou dépasse le taux d'imposition des bénéfices non distribués des entreprises et le taux de taxation des plus-values (pour « l'équivalent constatation ») est largement en-deçà du taux de droit commun en raison du report. L'on pourra même observer une neutralité si le taux d'IS et le taux effectif d'imposition des plus-values se combinent de manière à ce que les termes $(1-t_c)(1-u_r)$ soient globalement égaux à $(1-t_i)$.

Dans le même temps à peu près que le nouveau postulat voyait le jour, un certain nombre de pays ont introduit – ou l'avaient déjà fait – des mesures intérieures destinées à intégrer la taxation des revenus distribués à l'échelle des entreprises et des ménages. Comme on l'a vu, l'intégration totale des produits de dividendes entraîne une neutralité entre l'endettement et l'émission d'actions nouvelles si l'actionnaire marginal peut prétendre à l'allègement fiscal et que les considérations fiscales au niveau de l'actionnaire intègrent le coût du capital de la manière prévue par le modèle de capitalisation de l'impôt. De ce fait, on observerait sans doute aujourd'hui moins de distorsions dues à la fiscalité que ne le supposait l'ancien postulat¹². Il conviendrait toutefois de confirmer cette possibilité au vu des taux d'imposition et des pratiques fiscales propres à chaque pays, et, comme on l'a noté en introduction, à l'appui de quelques preuves convaincantes du rôle des impôts dus par l'actionnaire dans la mesure du coût du capital.

Tableau A.D. 6 : Autres modes de calcul du coût du financement de l'investissement par les bénéfices non distribués

	Modélisation 1	Modélisation 2	Modélisation 3	Modélisation 4
Bénéfices non distribués (après IS)	$(1-u_d)$	1	$1/(1-t_{dp})$	$(1-t_c)/(1-t_{dp})$
- bénéfice avant IS	1	$1/(1-u_d)$	$1/(1-u_d)(1-t_{dp})$	$(1-t_c)/(1-u_d)(1-t_{dp})$
- bénéfice net de l'IS sur bénéf. non distribués	$(1-u_r)$	$(1-u_r)/(1-u_d)$	$(1-u_r)/(1-u_d)(1-t_{dp})$	$(1-t_c)(1-u_r)/(1-u_d)(1-t_{dp})$
- bénéfice net de l'IS sur bénéf. distribués (*)	$(1-u_d)$	1	$1/(1-t_{dp})$	$(1-t_c)/(1-t_{dp})$
- bénéfice net de l'IRPP sur bénéf. distribués	$(1-u_d)(1-t_{dp})$	$(1-t_{dp})$	1	$(1-t_c)$ (Simm's illustration)
Conséquences pour les plus-values				
Plus-values sur rétention (de préférence à la distribution) d'une unité de bénéfice nette d'IS (IS sur bénéf. distribués)	$V=(1-t_{dp})/(1-t_c)$	$V=(1-t_{dp})/(1-t_c)$	$V=(1-t_{dp})/(1-t_c)$	$V=(1-t_{dp})/(1-t_c)$
Plus-value sur rétention (de préférence à la distribution) d'un montant de bénéfice (*)	$(1-u_d)(1-t_{dp})/(1-t_c)$	$(1-t_{dp})/(1-t_c)$	$((1-t_{dp})/(1-t_c))(1/(1-t_{dp}))=1/(1-t_c)$	$((1-t_{dp})/(1-t_c))(1-t_c)/(1-t_{dp})=1$
Impôt sur la rétention des plus-values	$t_c(1-u_d)(1-t_{dp})/(1-t_c)$	$t_c(1-t_{dp})/(1-t_c)$	$t_c(1-t_{dp})/(1-t_c)$	t_c
Rendement des fonds réinvestis				
Bénéfice non distribué, net de l'IS sur bénéf. non distribués	$(1-u_r)$	$(1-u_r)/(1-u_d)$	$(1-u_r)/(1-u_d)(1-t_{dp})$	$(1-t_c)(1-u_r)/(1-u_d)(1-t_{dp})$
Rendement des fonds réinvestis, avant IS	$\pi(1-u_r)$	$\pi(1-u_r)/(1-u_d)$	$\pi(1-u_r)/(1-u_d)(1-t_{dp})$	$\pi(1-t_c)(1-u_r)/(1-u_d)(1-t_{dp})$
Rendement des fonds réinvestis, net de l'IS sur bénéf. distribués aux actionnaires	$\pi(1-u_r)(1-u_d)$	$\pi(1-u_r)$	$\pi(1-u_r)/(1-u_d)(1-t_{dp})$ $= \pi(1-u_r)/(1-t_{dp})$	$\pi((1-t_c)(1-u_r)/(1-u_d)(1-t_{dp}))(1-u_d)$ $= \pi(1-t_c)(1-u_r)/(1-t_{dp})$
Rendement des fonds réinvestis, net de l'IRPP sur bénéf. distribués aux actionnaires	$\pi(1-u_r)(1-u_d)(1-t_{dp})$	$\pi(1-u_r)(1-t_{dp})$	$\pi(1-u_r)(1-t_{dp})$ $= \pi(1-u_r)$	$\pi(1-t_c)(1-u_r)(1-t_{dp})/(1-t_{dp})$ $= \pi(1-t_c)(1-u_r)$
Coût du financement (d'opportunité)				
Fonds non perçus dans le cas de la rétention (dividendes non perçus + impôt sur les plus-values)	$(1-u_d)(1-t_{dp})+t_c(1-u_d)(1-t_{dp})/(1-t_c)$ $= (1-u_d)(1-t_{dp})/(1-t_c)$	$(1-t_{dp})+t_c(1-t_{dp})/(1-t_c)$ $= (1-t_{dp})/(1-t_c)$	$1+t_c/(1-t_c)=1/(1-t_c)$	$(1-t_c)+t_c=1$
Rendement non réalisé (coût d'opportunité)	$r(1-t)(1-u_d)(1-t_{dp})/(1-t_c)$	$r(1-t)(1-t_{dp})/(1-t_c)$	$r(1-t)/(1-t_c)$	$r(1-t)$
Condition d'équilibre (d'arbitrage)	$\pi(1-u_r)(1-u_d)(1-t_{dp})$ $= r(1-t)(1-u_d)(1-t_{dp})/(1-t_c)$	$\pi(1-u_r)(1-t_{dp})$ $= r(1-t)(1-t_{dp})/(1-t_c)$	$\pi(1-u_r) = r(1-t)/(1-t_c)$	$\pi(1-t_c)(1-u_r) = r(1-t)$
Coût du capital (financé par les bénéf. non distribués)	$\pi = r(1-t)/(1-t_c)(1-u_r)$	$\pi = r(1-t)/(1-t_c)(1-u_r)$	$\pi = r(1-t)/(1-t_c)(1-u_r)$	$\pi = r(1-t)/(1-t_c)(1-u_r)$

Notes

- ¹ Pour simplifier, l'analyse suppose que le capital productif ne se déprécie pas dans le temps (ce qui signifie que le rendement (physique) réel d'une unité de capital fixe reste constant) et elle ne tient pas compte des incitations fiscales à l'investissement (telles que les crédits d'impôt pour l'investissement). Ce traitement ne modifie pas les conclusions qui ressortent du modèle concernant les effets pervers possibles de l'impôt sur la politique financière des entreprises en fonction de l'imposition des intérêts, dividendes et plus-values perçus par l'actionnaire. Dans un modèle plus général qui admettrait la dépréciation du capital, la mesure du coût du capital ferait ressortir le taux de rendement marginal réel avant impôt à dégager pour couvrir les frais relatifs au financement, à la dépréciation et aux impôts.
- ² Cependant, les plus-values ou moins-values sur les actions d'entreprises peuvent procéder non seulement de bénéfices conservés ou de pertes, mais également de l'inflation, des fluctuations des taux d'intérêt du marché (taux d'escompte de l'investisseur) et des variations des prévisions de l'investissement pour d'autres variables et facteurs clés influant sur les flux de trésorerie des entreprises, y compris l'évolution de la productivité. Ces facteurs peuvent également influencer la fixation relative des taux d'imposition des plus-values.
- ³ Dans le cadre de l'analyse, le taux d'IS sur les bénéfices distribués peut être différent de celui appliqué aux reports à nouveau. Nous pouvons ainsi prendre en considération le modèle à taux fractionné (par exemple comme celui qui était précédemment employé en Allemagne) et d'autres, dans lesquels une certaine déduction pour intégration intervient au niveau de l'entreprise (de manière à ce que le taux d'imposition effectif des sociétés sur les sommes distribuées soit inférieur à celui sur les reports à nouveau).
- ⁴ Si la déduction pour intégration est appliquée au taux α , avec $0 < \alpha \leq 1$, alors le taux effectif d'imposition sur les revenus de dividendes ressort à $t_{dp} = (t_i - \alpha u_d) / (1 - u_d)$. Dans ce cas, $(1 - t_{dp}) = (1 - t_i - (1 - \alpha)u_d) / (1 - u_d)$, de manière à ce que $\pi = r(1 - t_i) / (1 - t_i - (1 - \alpha)u_d)$. Soulignons que si $\alpha = 1$, alors $\pi = r$. Si $\alpha < 1$, $\pi > r$.
- ⁵ Si le taux d'IS sur les bénéfices distribués u_d diffère de celui sur les reports à nouveau u_r (comme tel serait le cas dans un système à taux fractionnés ou prévoyant une déduction pour intégration au niveau de l'entreprise), alors le taux d'IS pertinent est celui sur les bénéfices distribués u_d .
- ⁶ La différence entre les résultats (D.8) et (D.15) s'explique par le fait que le taux d'IS sur les bénéfices non distribués u_r applicable au financement de l'investissement par report à nouveau puisse différer du taux d'IS sur les bénéfices u_d dans le cas d'un financement par émission d'actions nouvelles. Précisons que le coût du capital serait inférieur dans ce second cas avec $u_r > u_d$, à la situation d'un système qui éviterait la double imposition des revenus distribués par le biais d'une déduction partielle au niveau de l'entreprise.

- 7 Dans les systèmes imposant les plus-values (nettes) imposables (dans leur totalité) en tant que revenu ordinaire, $t_{cs}=t_i$. Dans les régimes prévoyant une intégration partielle des plus-values, $t_{cs}<t_i$.
- 8 Ce taux est similaire à celui applicable aux actions nouvelles dans le cas précis où le revenu des dividendes ne serait pas soumis à l'IRPP ($t_{dp}=0$), avec des différences si $u_d \neq u_r$.
- 9 En d'autres termes, nous obtenons $\pi_B=\pi_{NE}=\pi_{RE}=\tau$ si les taux d'IRPP sur les revenus de placements correspondent aux conditions suivantes : $t_i=u_r$, $t_{dp}=(t_i-u_d)/(1-u_d)$ et $t_c=0$
- 10 L'« ancien » postulat est lié aux travaux d'Harberger (1962) et de McLure (1979).
- 11 Le « nouveau » postulat est lié aux travaux de King (1974, 1977), Bradford (1980, 1981), Auerbach (1979, 1983), Fullerton et King (1984), Edwards et Keen (1984), et Sinn (1987, 1991).
- 12 Plusieurs pays ont récemment abandonné les systèmes d'impôt fiscal. Cependant, lorsque ceux-ci ont été remplacés par des systèmes prévoyant une déduction pour intégration totale ou partielle (par ex. via des taux d'intégration partielle au niveau de l'actionnaire), ces mesures d'allègement supposent que le taux d'imposition effectif des dividendes t_{dp} soit inférieur au taux d'IRPP sur les produits d'intérêts t_i .

LES ÉDITIONS DE L'OCDE, 2, rue André-Pascal, 75775 PARIS CEDEX 16
IMPRIMÉ EN FRANCE
(23 2006 12 2 P 1) ISBN 92-64-02951-6 – n° 55376 2006

Études de politique fiscale de l'OCDE

L'imposition des gains en capital des personnes physiques

ENJEUX ET MÉTHODES

Cette étude examine les enjeux de l'imposition des gains en capital des personnes physiques ainsi que les caractéristiques des systèmes d'imposition de ces gains. Les perspectives d'évolution dans ce domaine sont indiquées pour 20 pays de l'OCDE. Des informations factuelles sur certains aspects des réglementations concernant l'imposition des gains en capital sur les actifs nationaux d'investisseurs résidents sont présentées dans des tableaux succincts couvrant l'ensemble des pays de l'OCDE.

Cette étude présente également les réflexions des décideurs quant aux enjeux essentiels pour le choix du régime fiscal applicable aux gains en capital des personnes physiques, notamment en matière de recettes fiscales et de potentiels effets « de verrouillage ». Cet ouvrage traite aussi de l'évaluation, par les responsables politiques, de l'influence éventuelle que l'imposition des gains en capital peut avoir sur la prise de risque par les particuliers et sur la politique des entreprises en matière de financement et de distribution des profits. Les aspects relatifs à la conception du régime fiscal des gains en capital sont également considérés, avec une description des dispositions clés des systèmes d'imposition des gains en capital.

Le texte complet de cet ouvrage est disponible en ligne à l'adresse suivante :

www.sourceocde.org/fiscalite/9789264029514

Les utilisateurs ayant accès à tous les ouvrages en ligne de l'OCDE peuvent également y accéder via :

www.sourceocde.org/9789264029514

SourceOCDE est une bibliothèque en ligne qui a reçu plusieurs récompenses. Elle contient les livres, périodiques et bases de données statistiques de l'OCDE. Pour plus d'informations sur ce service ou pour obtenir un accès temporaire gratuit, veuillez contacter votre bibliothécaire ou SourceOECD@oecd.org.

N° 14