

Fiscalité et régulation en plein débat

Participaient à la conférence :

Daniel GUTMANN, Professeur à l'Université Paris-1 Panthéon-Sorbonne, of-counsel CMS Bureau Francis Lefebvre

Christian WALTER, Dirigeant H&W Conseil, Membre du conseil scientifique de l'Association française des marchés financiers (AMAFI)

Stéphanie AUFERIL, Associée Baker & Mackenzie, en charge de l'activité Wealth Management - Bureau de Paris

Les débats étaient animés par Anne LAVAUD, Rédactrice en Chef, L'Argus de l'Assurance.

Anne LAVAUD

Bonjour à toutes et à tous. Je vous remercie d'être avec nous aujourd'hui. Le thème de cette conférence laisse à penser que la fiscalité fait actuellement débat. Force est pourtant de constater que ce n'est plus vraiment le cas, le débat initial ayant fait place à une sorte de brouillard.

C'est la raison pour laquelle vous, professionnels, avez besoin d'y voir plus clair. Je vous encourage à préparer vos questions aux fils des interventions de nos trois intervenants, ce qui nous permettra de conduire, après leurs exposés, des échanges plus riches.

I. Attractivité fiscale de la France

Anne LAVAUD

Stéphanie Aufénil, vous conseillez et assistez les familles françaises et étrangères dans le cadre de leur gestion fiscale et patrimoniale, ce qui vous amène à intervenir dans des dossiers de structuration, de réorganisation et de transmission de patrimoines professionnels et privés. Votre cabinet adresse également la gestion de la rémunération des dirigeants et l'investissement immobilier résidentiel. Selon vous, la France conserve-t-elle une réelle attractivité fiscale ? Les fuites vers l'étranger ont-elles progressé ?

Stéphanie AUFERIL

L'attractivité fiscale de la France est un large débat. Les récentes mesures prises pour lutter contre l'exil fiscal font que la France demeure très peu attractive au plan fiscal. Au cours des dernières années, elle avait pourtant fait un certain nombre d'efforts pour attirer des étrangers et rapatrier des Français exilés. Parmi ces mesures, citons :

- **la mesure dite des impatriés**

Elle permettait aux nouveaux résidents français de bénéficier d'avantages en matière d'ISF pendant cinq ans. Durant ce laps de temps, ils étaient ainsi exonérés d'impôts sur la fortune au titre des actifs détenus à l'étranger. Ils étaient également éligibles à des avantages en matière de prime salariale.

- **le bouclier fiscal**

En dépit de la réforme et de l'allègement de l'ISF, la France demeure un pays à fiscalité très forte. Les professionnels observent que leurs clients éprouvent un sentiment croissant d'insécurité fiscale. En effet, les changements législatifs incessants, parfois à quelques semaines d'intervalles, ne facilitent pas, voire rendent impossible une planification patrimoniale à long terme.

Certains de nos clients sont prêts à payer beaucoup d'impôts. Néanmoins, ils souhaitent en connaître le montant, au moins à moyen terme.

Anne LAVAUD

Cette instabilité est-elle propre à la France ? Existe-t-elle au sein d'autres pays ?

Stéphanie AUFERIL

Nécessité faisant loi, l'Espagne, par exemple, a pris un certain nombre de mesures fortes, réinstaurant l'ISF après l'avoir aboli il y a quelques années. Cela étant, les Français et les résidents français ont le sentiment d'un manque de visibilité fiscale très spécifique à la France.

Les candidats à l'exil sont de plus en plus nombreux. Ils demeurent attirés par des destinations qui ne varient guère :

- la Belgique, car les plus-values y sont exonérées d'impôts et car l'impôt sur la fortune n'y existe pas ;
- la Suisse, grâce à son forfait fiscal, lequel devient toutefois de moins en moins attractif ;
- l'Angleterre, qui permet aux personnes s'y installant de n'être imposées que sur leurs revenus de sources anglaises ou sur les revenus de source étrangère rapatriés en Angleterre.

Citons également des destinations plus exotiques, comme l'Ile Maurice, le Maroc, Hong-Kong ou encore Singapour.

L'évasion fiscale peut apparaître, de fait, comme un sport national français. Ainsi par exemple, les avoirs français en Suisse seraient de l'ordre de 90 milliards de francs suisses.

Depuis 2009, l'OCDE et la France ont engagé des efforts importants pour obtenir la conclusion d'accords d'échanges d'informations à des fins fiscales avec un grand nombre de pays, états ou territoires. Sont notamment concernés les Bahamas, les Bermudes, les Iles Vierges Britanniques, la Suisse, le Luxembourg ou le Lichtenstein.

La Belgique, qui était très attachée au secret bancaire, y a ainsi renoncé. Ses banques, jusqu'à présent, maintenaient l'anonymat des comptes, « à charge » de prélever une retenue à la source. Elles ont renoncé à ce système pour lui substituer un dispositif d'échange automatique d'informations.

La France a également durci son arsenal législatif, afin de renforcer ses moyens de contrôle. Elle s'est dotée de services de police de l'administration fiscale, qui pourront réaliser des écoutes téléphoniques et des perquisitions. Quoi qu'il en soit, elle ne plaisante plus avec l'évasion fiscale, qui relève de la fraude fiscale et, par extension, du pénal. Le monde change. Aussi devons-nous accompagner son évolution.

L'administration est à la recherche d'informations. Pour cela, elle s'appuie sur des moyens plus ou moins officiels, comme l'utilisation de données volées. En la matière, citons le fichier HSBC, qui contiendrait les noms de plus de 3 000 Français qui détiendraient des avoirs non déclarés en Suisse. Des perquisitions ont été effectuées sur cette base. Néanmoins, la Cour d'Appel de Paris a considéré que l'utilisation de données volées procédait du recel et que la perquisition, de ce fait, était illégale. La procédure suit son cours. Il n'en demeure pas moins que l'Administration multiplie les contrôles et espère récupérer 2 milliards d'euros grâce au fichier précité.

Anne LAVAUD

Quel est, pour l'Etat Français, le manque à gagner découlant de l'évasion fiscale ?

Stéphanie AUFERIL

La France a ouvert des négociations avec la Suisse, lesquelles pourraient lui permettre de récupérer environ un milliard d'euros par an. S'y ajouterait une régularisation de l'ordre du milliard d'euros également. Je reviendrai sur le sujet dans le courant de ma présentation.

A l'occasion de la réforme de la fiscalité du patrimoine de l'été, la France a pris une mesure passée relativement inaperçue. Elle porte sur la réforme de la fiscalité des trusts anglo-saxons et des entités de même nature (fondation de famille). En effet, les trusts sont considérés comme des outils facilitant l'évasion fiscale et la fraude internationale. Ce peut notamment être le cas lorsqu'ils sont utilisés par des Français au profit de bénéficiaires français. C'est moins le cas lorsqu'ils le sont par des étrangers. Dans ce cadre, ils servent notamment à préparer une transmission de patrimoine.

Ces fondations sont très durement touchées par la réforme fiscale. Aussi leurs gestionnaires cherchent-ils à s'affranchir de la loi française. La loi, de fait, risque de contraindre à l'exil des étrangers installés en France.

Anne LAVAUD

Quel est le nombre de trusts impactés ?

Stéphanie AUFERIL

Je ne suis pas en mesure de répondre à cette question. Les mesures précitées, de fait, accroissent le nombre de candidats à la délocalisation. Le gouvernement est d'ailleurs conscient de la faible attractivité du territoire français. Cet été ainsi, il a réintroduit l'*exit tax*, qui consiste en un prélèvement d'impôts affectant les résidents français souhaitant quitter la France. Dans ce cadre, la veille de la sortie, toutes les plus-values latentes sont taxées en France.

En 2009, une cellule de régularisation avait été mise en place. Selon les données disponibles, elle aurait permis de récupérer 900 millions d'euros d'impôts. La lutte contre l'évasion fiscale devrait permettre de récupérer 300 millions d'euros supplémentaires. Nul ne sait si ces derniers proviendraient des contrôles fiscaux en cours ou de nouvelles régularisations. Cette incertitude est pour le moins étonnante, la cellule de régularisation ayant fermé en 2009.

Quoi qu'il en soit, Bercy semble prête à accepter une nouvelle régularisation, en appliquant strictement les mesures figurant dans le Code Général des Impôts. Dans ce cadre, seules les pénalités seraient négociables, avec plus de sévérité qu'en 2009.

Pour conclure, le projet Rubik constituerait une solution plus simple et plus pragmatique que les contrôles ou les régularisations. Proposé par la Suisse, l'Allemagne et l'Angleterre l'ont accepté durant l'été. Il permet aux banques suisses de maintenir l'anonymat des comptes de leurs clients étrangers. En contrepartie, leurs situations sont régularisées, la banque suisse agissant comme agent payeur pour les fiscaux anglais et allemands et s'acquittant ainsi d'un impôt libérateur. Elle prélèvera des sommes forfaitaires sur le compte de ses clients pour régularisation du passé.

Anne LAVAUD

Les sommes récupérées sont-elles intégralement versées aux fiscaux concernés ?

Stéphanie AUFERIL

Oui. La convention signée par la Suisse et l'Allemagne prévoit le versement d'une avance d'1,9 milliard d'euros. La France s'est engagée dans un processus de réflexion sur le sujet. D'ici le 1^{er} décembre, le gouvernement soumettra au Parlement un rapport sur ce dernier. En signant l'accord, elle récupérerait environ 1 milliard d'euros au titre de la régularisation du passé et un milliard d'euros par an.

Anne LAVAUD

Les Allemands, pour rappel, sont en période préélectorale. Quelle est la position de l'Europe vis-à-vis de l'accord évoqué ?

Stéphanie AUFERIL

Elle n'en a aucune. Il y a un ou deux ans, l'Angleterre avait conclu un accord avec le Lichtenstein. Or il est en total opposition avec le projet Rubik, puisqu'il prévoit que le Lichtenstein s'engage à

abandonner le secret bancaire en échange d'une régularisation des avoirs bancaires anglais s'y trouvant.

Pour information, le projet Rubik prévoit également de favoriser l'accès des banques suisses au marché allemand.

II. Evolution de la fiscalité française

Anne LAVAUD

Daniel Gutmann, vous avez notamment été l'un des membres de la commission dédiée à la convergence fiscale franco-allemande constituée par la Cour des Comptes. Cette instance a achevé ses travaux. Pourriez-vous revenir sur les derniers développements inhérents à la fiscalité française ? Quels sont, selon vous, les risques afférents à la fiscalité ? *Quid* des niches fiscales, mises en avant par un rapport de l'Inspection des Finances ?

Daniel GUTMANN

Comment renforcer la compétitivité de la France à travers le déploiement de mesures fiscales ? Quelles sont les réformes en cours ?

Aujourd'hui, la France est soumise à des contraintes budgétaires extrêmement fortes, lesquelles constituent en réalité le point de départ de toutes les réflexions relatives à la problématique fiscale, et notamment à la fiscalité du patrimoine. Dans le projet de loi de finances 2012, la croissance attendue en 2011 et 2012 s'établit à 2,75 %, ce qui est considéré comme très optimiste par certains économistes. En 2010, le déficit public représentait 7,1 % du PIB. Le gouvernement a pour objectif de passer sous les 3 % d'ici 2013.

En période de crise, les recettes fiscales se réduisent quand les dépenses progressent. Dans ce cas, la question est de lutter contre ce phénomène, que les spécialistes appellent l'effet de ciseau des finances publiques. Cette problématique laisse les économistes perplexes. En effet, l'accroissement de la pression fiscale nuit à la croissance quand l'augmentation des dépenses creuse le déficit

Au regard de l'ensemble de ces éléments, l'une des solutions les plus tentantes consiste à ne rien faire et à se concentrer sur la lutte contre l'évasion fiscale. Cette voie constitue la meilleure façon de ne pas changer le système existant tout en essayant d'en augmenter l'efficacité.

La question est aujourd'hui de savoir si la contrainte budgétaire constitue l'alpha et l'oméga de la politique fiscale. Le gouvernement, depuis quelques mois, considère qu'il convient, pour réduire le déficit budgétaire, de dégager des recettes fiscales. Dans son projet de loi de finances ainsi, il insiste sur la nécessaire suppression des niches fiscales les moins efficaces et ajoute que les efforts doivent peser sur les grandes entreprises et les ménages les plus aisés.

Le projet de loi de finances ne nous dit rien de ce que sera la loi de finances, puisqu'une multitude d'amendements ne manque jamais de survenir, ajoutant des mesures non prévues initialement, que ce soit intentionnel ou pas. S'il contient aujourd'hui dix articles en lien avec la fiscalité, il en intégrera peut-être quarante ou cinquante à la fin.

Anne LAVAUD

Il me semble qu'il doit être présenté au Parlement à partir de la semaine prochaine. Est-ce bien le cas ?

Daniel GUTMANN

Oui. A l'heure actuelle, nul ne peut savoir à quoi ressemblera la loi de finance qui sera votée en décembre.

Anne LAVAUD

Le changement de couleur de la chambre haute pourrait-il avoir des incidences sur le PLF 2012 ?

Daniel GUTMANN

Je ne le crois pas. En effet, l'Assemblée Nationale a le dernier mot. En outre, la droite a conduit, depuis quelques années, une politique d'accroissement des prélèvements sociaux, affectant les revenus du capital par exemple. On pourrait en déduire que la droite mène une politique de gauche et que la gauche, à l'avenir, pourrait adopter une politique de droite. Cela étant, le Sénat, fort de sa nouvelle composition, pourrait essayer de marquer son nouveau territoire, même si ce n'est pas dans sa culture.

En résumé, les seules mesures du PLF 2012 qui méritent d'être signalées ici concernent :

- l'aménagement des réductions d'impôts Scellier et Censi-Bouvard ;
- la création d'une contribution exceptionnelle de 3 % sur les hauts revenus ;
- l'instauration d'une taxe sur les loyers élevés.

Pour l'heure, le PLF 2012 ne comprend aucune mesure relative à l'assurance-vie ou à l'imposition des plus-values mobilières. Or au début du mois de septembre, M. Carrez avait suggéré le report de l'entrée en vigueur, prévue en 2012, de l'abattement d'un tiers qui court à partir de la cinquième année de détention de titres. Lors des discussions du même mois entourant la deuxième loi de finances rectificative, le Ministre du Budget s'y est opposé, tout en ajoutant que cette mesure pourrait être débattue ultérieurement. A mon sens, cette disposition devrait, d'une manière ou d'une autre, revenir sur le devant de la scène.

III. L'assurance vie en question**Anne LAVAUD**

Quid de l'assurance vie ? Nombre d'observateurs estiment que les 1 300 milliards d'euros qui constituent la « cagnotte » des Français attisent les convoitises. Qu'en pensez-vous ? La période actuelle peut laisser penser qu'aucune évolution ne sera engagée avant les élections présidentielles.

Daniel GUTMANN

La première loi de finances rectificative de 2011 a modifié un certain nombre de dispositions relatives à l'assurance vie, puisqu'elle a emporté une augmentation du taux des prélèvements au moment de la transmission et a prévu que les non-résidents pourraient être concernés par les prélèvements. Cela étant, l'accroissement du taux de prélèvement évoqué doit être mis en regard de la croissance des taux de prélèvement inhérents aux droits de succession. L'avantage comparatif de l'assurance vie demeure, même s'il est, en valeur absolue, moins important que par le passé.

Quels pourraient être les facteurs de dégradation de l'assiette de traitement fiscal de l'assurance vie ? Le taux de prélèvement pourrait progresser, même si c'est peu probable. En revanche, le taux de l'imposition des revenus au moment de la sortie de l'assurance vie pourrait être revu. A 7,5 % après huit ans, il est en effet très favorable aujourd'hui, notamment en comparaison des taux associés aux prélèvements libératoires relatifs à d'autres produits financiers. A l'inverse, la FFSA a toujours plaidé pour l'instauration d'une période de 12 ans, à l'issue de laquelle il n'y aurait plus d'imposition.

Anne LAVAUD

La FFSA a abandonné le projet que vous venez d'évoquer.

Daniel GUTMANN

Certes. Cette idée, toutefois, était loin d'être inintéressante.

IV. Evolution de la fiscalité à long terme**Anne LAVAUD**

Disposez-vous d'éléments de long terme à nous présenter ?

Daniel GUTMANN

L'imposition des intérêts est régie par une Directive Européenne, ainsi que par un accord bilatéral entre l'Union Européenne et la Suisse. En théorie en conséquence, l'Allemagne et le Royaume-Uni ne devraient pas être en capacité de conclure seuls un accord avec la Suisse.

La convergence franco-allemande en matière de fiscalité du patrimoine est un mythe. Il avait été demandé à la Cour des Comptes de rédiger un rapport sur le sujet. La Cour des Comptes, en toute indépendance, avait alors noté que personne ne la souhaitait véritablement.

Désormais, le gouvernement indique que la convergence franco-allemande en matière de fiscalité, si elle devait voir le jour, serait limitée à l'impôt sur les sociétés. Hier soir à la télévision, le Ministre des Affaires Etrangères expliquait qu'il conduirait à l'adoption de deux IS identiques. Cela étant,

c'est totalement envisageable, les Allemands étant opposés au Crédit Impôt Recherche quand les Français y sont très attachés.

D'un point de vue politique, la convergence n'existe donc pas. En revanche, existe une véritable compétition fiscale entre les Etats. La France a une fiscalité de la consommation faible par rapport à celle des autres pays européens. En effet, les recettes de la TVA la placent parmi les derniers en Europe, alors qu'elle comptait parmi les premiers par le passé. Aussi existe-t-il des marges de manœuvre, même si elles seraient, au plan politique, difficiles à faire accepter.

En matière de patrimoine et du capital, l'imposition est, en France, extrêmement élevée, ce qui va à l'encontre de la perception commune des choses, selon laquelle le capital serait très peu imposé. En vérité, le capital est très fortement imposé en France, la taxation afférente représentant 9,8 % du PIB, contre 7,5 % au sein de l'Union Européenne à 27. Cela étant, cette donnée mélange :

- imposition du capital des entreprises et imposition du capital des particuliers ;
- imposition des revenus du capital et imposition du stock de capital.

La France, concernant l'imposition des revenus du capital, se situe dans la moyenne européenne. Si elle affiche des taux élevés en effet, le nombre d'exonérations et de niches résiduelles est considérable. Si la fiscalité des revenus du capital progressait de manière significative en France, celle-ci se heurterait à un problème de compétitivité sérieux, le capital étant plus mobile que le travail et la consommation.

Même si la convergence européenne n'existe pas dans les textes et ne correspond pas à une véritable politique, existe néanmoins une contrainte économique qui résulte de la compétition entre les systèmes.

V. Les effets négatifs des logiques de court terme

Anne LAVAUD

L'assurance doit jouer un rôle dans la dynamique économique dès lors que l'investissement se fait sur le long terme. Or ce sont les décisions de court terme qui dominent aujourd'hui. Christian Walter, vous êtes l'auteur du *Virus B*, livre que je vous conseille de lire. Le court-termisme qui préside la finance mondiale est, selon vous, une erreur magistrale que nous payons aujourd'hui.

Christian WALTER

Les placements à long terme sont officiellement encouragés, car ils semblent plus intéressants pour l'économie. En théorie en conséquence, la fiscalité devrait leur offrir de meilleures conditions sur le plan des revenus nets. En supposant qu'elle soit construite de cette manière, les rentabilités effectives de long terme sont-elles suffisantes ? La gestion à long terme est-elle possible ? Un investisseur qui s'engage sur une longue durée ne sera-t-il pas, à l'issue de cette dernière, déçu ?

L'heure est au court-termisme, ce qui entre en contradiction avec l'objectif de placement à long terme encouragé par une fiscalité avantageuse. Aujourd'hui, nombreux sont ceux qui affirment que la vitesse est la cause principale des accidents, ce qui est à la source de mesures très contraignantes.

Selon ce raisonnement, les accidents de la route, finalement, naissent de la faute des conducteurs. De fait, existe une forme de discours moral sous-jacent, selon lequel « *les gens méchants ont des accidents* ». L'Etat, de son côté, doit assurer le maintien des routes et de la signalisation. Les conducteurs doivent être détenteurs du permis de conduire.

Imaginons que le conducteur a un permis de conduire valide, qu'il n'est pas ivre ou inattentif, que son véhicule est en bon état et que le réseau routier est correctement entretenu. Supposons qu'il arrive à un panneau de limitation de vitesse à 30 km / heure. Il ralentit pour respecter cette obligation. Imaginons cependant que son compteur de vitesse ne fonctionne pas correctement et qu'il roule, en fait, à 150 km / heure. Il sort alors de la route et est victime d'un accident. Or ce dysfonctionnement n'est pas pris en compte par le permis de conduire, le code de la route ou la signalétique.

Cet écart de 1 à 5 renvoie très exactement à la différence existant entre les niveaux de risques des crédits hypothécaires appelés *subprimes*, les mesures d'évaluation effectuées par les agences de notation et le risque réel de non remboursement associé. Les mesures des risques effectuées jusqu'en 2007 sous-estimaient d'un facteur cinq ce dernier. En réalité par conséquent, le stock de crédits hypothécaires prenait en compte un risque cinq fois moins important qu'il l'était.

Aux côtés de la crise de l'expertise, de la crise de la technique, de la crise des marchés, de la crise de l'économie, de la crise de la confiance, de la crise de la notation et de la crise de la comptabilité, la crise de 2007-2008 a également été une crise de la connaissance de l'incertitude liée aux opérations financières et économiques.

Cette incertitude avait été réduite à travers des calculs de probabilité qui avaient sous-évalué d'un facteur cinq le risque réel. C'est la raison pour laquelle les investisseurs estimaient qu'il n'y avait aucun risque.

Cette manière de considérer le risque était fautive du fait d'hypothèses probabilistes caduques, car remontant à 1809 ou à 1810. En fait, les modèles de calcul reposaient sur une vision du monde ayant deux siècles.

Cette façon dangereuse de considérer les placements est un schéma de pensée qui se répand partout, c'est-à-dire chez les professionnels, chez les régulateurs et chez l'ensemble des acteurs. Pour prendre une métaphore médicale, je l'ai appelée le virus B. Autrement dit, il n'y aurait pas des produits toxiques, mais des manières toxiques de penser l'incertitude. L'usage de la lettre B fait référence à Robert Brown, botaniste écossais, qui a inventé le mouvement brownien, qui dans, les faits, est à l'œuvre dans tous les calculs effectués sur les marchés de capitaux. En 2000, un mathématicien américain d'origine chinoise, David Lee, avait mis en place un outil appelé Copul, dédié aux risques afférents aux crédits hypothécaires sous-évalués aux Etats-Unis, faisant croire qu'il n'existait aucun risque de remboursement dans des villes distinctes.

Quid des normes et de la régulation ? Le virus B contamine également les régulateurs. Pour prendre l'image de la bataille navale, entrent ici en application S2, B3 et U4. S2 renvoie à Solvabilité 2, normes réglementaires régissant les placements des assurances. B3 renvoie à BAL 3, qui rencontre les mêmes problèmes. U4, pour sa part, est relatif à Ucits 4 (OPCVM).

Ces trois réglementations cherchent à promouvoir des placements à long terme sûrs. Pour cela, ont été mises en place des normes supposées les encourager. Elles ont été bâties à partir d'une certaine

compréhension du risque, afin d'inciter à la gestion de long terme. Avant la crise, les assureurs étaient soumis à un système de sécurité financière qui fonctionnait bien, séparant les placements autorisés des placements interdits. Or ce dernier a été démantelé par la norme Solvency 2, pour être remplacé par un système de contrôle des risques reposant entièrement sur des calculs de risques à long terme, eux-mêmes totalement assis sur une hypothèse probabiliste, fondée sur le virus B.

C'est la raison pour laquelle les normes précitées, dans les faits, ne favorisent pas les placements à long terme. Les banquiers, aujourd'hui, estiment que l'exigence de fonds propres portée par BAL 3 ne leur permet plus de prêter à l'économie. Les assureurs considèrent que Solvabilité 2 ne leur permettra plus d'investir dans le non coté car cela leur coûtera trop cher en fonds propres. Ucits 4, pour sa part, introduit des processus automatisés ne laissant aucune place aux décisions humaines en matière de conseil en investissement.

Pourquoi le virus B détruit-il l'idée-même d'un placement à long terme ? Chacun connaît le terme de volatilité, qui renvoie à la fluctuation de la rentabilité autour de l'espérance attendue. Le mouvement brownien présente notamment la caractéristique de croire que le risque se réduit à la volatilité, c'est-à-dire à l'amplitude des fluctuations, à la taille du risque.

Pour prendre une image, que serait-une robe de taille unique et cousue sur un modèle unique ? Le risque suit le même schéma : il a une taille et une forme. La taille du risque, c'est l'amplitude autour de l'espérance de rentabilité. Cela étant, est-ce qu'un gain de 20 % sur cinq ans est acquis progressivement ou sur une courte période ? Est-ce que la performance d'un portefeuille de 100 titres se répartit régulièrement entre ces derniers ou seulement sur quelques-uns ? La forme du risque, c'est cela. Le marché est très calme, jusqu'à ce qu'il ne le soit plus. Le temps s'écoule lentement, sauf quand il s'écoule très vite.

La volatilité ne considère que la taille, estimant que le marché évolue, chaque jour, de manière linéaire. Selon les normes actuelles, avec le temps, la volatilité disparaît, la taille du risque évoluant avec la racine carrée du temps. Le risque à dix ans, c'est ainsi le risque à un an multiplié par la racine carrée de dix.

De fait, la volatilité ne définit pas le risque réel du placement. Les outils utilisés pour produire des documents d'informations et calculer la rentabilité et le risque ne prennent donc pas en compte le risque réel encouru par l'investisseur final. Aussi est-il indispensable de bâtir des approches tenant compte de la forme du risque et ne se limitant pas à sa taille.

Tant que le virus B restera à l'intérieur des méthodes de calcul du risque, la réglementation ne pourra pas, techniquement, encourager des placements à long terme, quand bien même ils seraient promus par le discours des régulateurs. C'est le paradoxe interne de la régulation européenne.

Anne LAVAUD

Je vous remercie. Vous appelez de vos vœux une refonte complète du système.

VI. Débats avec la salle

Anne LAVAUD

La parole, à présent, est à la salle. Dans l'attente de la première question, pouvons-nous rêver d'une politique fiscale économiquement et financièrement vertueuse ?

Daniel GUTMANN

Je voudrais profiter de votre question pour réagir à ce qui vient d'être dit sur le risque. Le précédent orateur a indiqué que les instruments permettant de penser le risque financier étaient erronés. Aussi pourrait-il être décidé de conférer à la fiscalité une fonction d'encouragement de la prise de risque à long terme. Elle serait donc un outil permettant de pallier les déficiences de la comptabilité financière.

Cette problématique est très complexe. Prenons l'exemple de l'imposition des dividendes. Faut-il encourager l'investissement en actions plutôt que l'investissement dans des supports moins risqués ? Dans ce cadre, il convient de l'assortir d'un avantage fiscal, qui pourrait prendre la forme d'une réduction de charge fiscale (réduction du prélèvement libératoire).

Dans les faits aujourd'hui, le discours dominant insiste sur le nécessaire rapprochement de l'imposition des revenus du capital et de l'imposition des revenus du travail, dans un souci de justice sociale. Faisant cela toutefois, on renonce à l'idée de récompenser la prise de risque à travers l'octroi d'un avantage fiscal. En outre, le dividende, à la différence des autres produits financiers, est un flux issu du bénéfice d'une société qui a déjà été taxé en amont à travers l'IS. La taxation du dividende, de ce fait, constitue une double-taxation économique, un même flux étant imposé à deux reprises. A cette aune, il est logique d'imposer le dividende moins fortement que d'autres flux.

Les réflexions relatives à l'imposition des plus-values suivent le même schéma. Faut-il, ou pas, « tuer dans l'œuf » la règle qui prévoit des abattements sur l'imposition des plus-values au bout de huit ans ? Si l'encouragement de la politique à long terme est vu comme le facteur-clé de la politique fiscale, l'abattement doit survivre.

Quoi qu'il en soit, il est inconcevable de donner à la politique fiscale le rôle exclusif de pallier les déficiences de la comptabilité financière, parce qu'elle fait intervenir de très nombreux facteurs, parmi lesquels la prise en compte du risque.

Anne LAVAUD

Le système fiscal en vigueur joue toutefois plus sur le registre de la punition que sur celui de l'encouragement ou de la vertu. A ce titre, vous appelez à une révolution fiscale.

Daniel GUTMANN

Avant toute chose, il ferait sens d'instaurer davantage de cohérence en matière de fiscalité. Au cours du mois de juillet, a été votée une loi réformant la fiscalité du patrimoine, en en accroissant le

pois sur les donations et sur les partages, afin de freiner la circulation des biens. En septembre, a été votée une loi sur les plus-values immobilières, afin, selon le gouvernement, de relancer le marché de l'immobilier. A court terme, elle a eu l'effet inverse, en incitant les propriétaires à ne plus céder leur bien faute d'avoir fiscal.

De la salle

La fusion prochaine de la CSG et de l'impôt sur le revenu est fréquemment évoquée. Il s'agit d'un processus qui m'échappe, les régimes associés étant différents. Qu'en pensez-vous ?

Daniel GUTMANN

Ce projet a été défendu par Monsieur Thomas Piketti dans son ouvrage. Il n'en est toutefois pas à l'origine, puisqu'il est évoqué depuis plusieurs années. Son objectif est de renforcer l'efficacité du système en faisant « absorber » l'impôt sur le revenu par la CSG. L'idée est de créer un « super » impôt sur le revenu, délesté des niches fiscales. En effet, la CSG, au contraire de l'impôt sur le revenu, n'en présentent aucune. Les opposants à cette réforme considèrent que les niches « contamineront » le nouvel impôt créé.

A l'heure actuelle par ailleurs, le produit de la CSG est affecté. La Direction de la Sécurité Sociale invite à ne pas la fusionner avec l'impôt sur le revenu, car cela ne lui permettrait plus de piloter ses comptes.

Enfin, du point de vue de la lisibilité du système, la réforme évoquée m'apparaît excellente. Toutefois, se poserait la question des avantages fiscaux à conserver, ou pas, dans le nouvel impôt. Pour rappel, l'efficacité des niches décline dans le temps. Elles ne sont jamais supprimées mais rabotées.

Anne LAVAUD

Il en reste toutefois plus de 500.

Daniel GUTMANN

Oui. Quoi qu'il en soit, les niches fiscales n'ont aucun futur.

De la salle

Les prélèvements sur l'épargne me semblent atteints par le virus B. En effet, il n'est pas tenu compte de l'inflation. A titre d'exemple, l'inflation annoncée s'établit à 2,2 %. Les rendements de l'assurance vie seront pour leur part légèrement supérieur à 3 %. En conséquence, le taux réel des prélèvements sociaux ne s'établira pas à 13,5 mais à 40 %.

Christian WALTER

L'existence de conceptions de court terme des placements laisse à penser qu'il manque quelque chose au raisonnement. Est-ce le fruit du virus B ou d'autre chose ? Je ne suis pas en capacité de répondre à cette question.

Anne LAVAUD

L'inflation doit-elle être prise en compte dans le rendement de l'assurance vie ?

Christian WALTER

Le virus B n'adresse par le rendement mais le risque. Or l'inflation impacte plutôt le rendement, même si elle pourrait être intégrée au risque.

Daniel GUTMANN

Au cours du mois de juillet, la réforme sur les plus-values immobilières était présentée comme visant :

- la suppression des abattements sur 15 ans, au motif qu'ils ne correspondaient à rien ;
- l'instauration d'une taxe sur les plus-values en tenant compte de l'inflation.

Dans les faits, un système d'abattement sur 30 ans a été instauré et l'inflation n'a pas été prise en compte. Il aurait pu être décidé, sur la base du modèle qui prévalait avant 2004, de réévaluer les prix d'acquisition des immeubles au moment de leur cession, en utilisant un indice publié.

Enfin, il est pour le moins sidérant que l'inflation ne soit pas prise en compte en matière immobilière, alors que les instruments juridiques le permettant sont disponibles.

De la salle

Vous avez précédemment évoqué la fiscalité des dividendes, en faisant référence à la double-imposition associée. Le législateur fait-il réellement la différence entre les entrepreneurs individuels propriétaires de leur SARL qui la subissent de plein fouet et les actionnaires ou managers qui perçoivent des stock-options ? A mon sens, le message qu'envoie l'Etat est, en la matière, très négatif.

Stéphanie AUFERIL

Le régime fiscal des dividendes a fortement évolué au fil du temps. Il y a encore quelques années, la double-imposition avait vocation à être éliminée à travers les avoirs fiscaux et des abattements. Ce n'est désormais plus le cas. Enfin, le législateur ne distingue pas le petit porteur de l'entrepreneur.

Daniel GUTMANN

Il serait pourtant possible de le faire. C'est d'ailleurs le cas en Italie, où le système d'imposition des dividendes varie selon que vous détenez – ou pas – une participation substantielle dans la société qui les distribue.

De la salle

La première chose que j'apprends à mes étudiants, c'est que la fiscalité ne se subit pas mais se gère. Très vite, je leur explique la différence entre une fraude fiscale, une évasion fiscale et une optimisation fiscale. Dans le projet de loi de finances 2012, les plus-values immobilières sont passées à 30 ans sur le plan privé et sont restées à 15 ans sur le plan professionnel.

Enfin, les programmes fiscaux n'agissent que sur les recettes. Il ferait sens de s'attaquer également aux dépenses publiques, la France étant le pays d'Europe au sein duquel elles sont les plus importantes.

Anne LAVAUD

Je vous remercie pour ce témoignage. Je vous remercie également pour votre participation.