

INTERETS NOTIONNELS ET POLITIQUE FINANCIERE¹

Bruno Colmant,

Professeur à l'Ecole Supérieure des Sciences Fiscales, à HEC-Management School de l'Université de Liège et à la Luxembourg School of Finance

Membre du Conseil Central de l'Economie et du Conseil Supérieur des Finances

Georges Hübner

Deloitte Professor of Financial Management, HEC-Management School de l'Université de Liège

Associate Professor of Finance, Maastricht University

Academic Expert, Luxembourg School of Finance

Le système de déduction fiscale des intérêts notionnels présente des implications importantes en matière de politique d'investissement des entreprises. Nous examinons ici l'impact économique que l'application des intérêts notionnels est susceptible de présenter sur le taux de rendement requis et la valeur des fonds propres.

1. Le coût du capital

En toute généralité, il doit exister une relation croissante entre le risque que courent les actionnaires d'une entreprise et le rendement qu'ils sont en droit d'exiger sur leurs actions (le coût du capital). Dans sa version la plus répandue, cette relation est supposée linéaire : le coût du capital évolue proportionnellement au risque, à condition que celui-ci soit mesuré relativement au risque d'un portefeuille très bien diversifié comme un indice boursier, par exemple. Cette notion de risque relatif à un portefeuille bien diversifié est appelé le risque systématique, représenté par un coefficient appelé *bêta*.

Dans cette optique, l'étalonnage du rendement exigé sur les fonds propres d'une entreprise est établi sur la somme de deux éléments, à savoir, d'une part, le prix du temps (correspondant généralement au taux d'intérêt associé à des actifs sans risque) et, d'autre part, la prime du risque, mesuré par le produit du risque systématique de l'entreprise et du prix de marché du risque. Par exemple, en supposant un taux d'intérêt à 5% – en Belgique, on peut estimer qu'il se rapproche du taux des obligations linéaires à 10 ans pour ce type de calcul – et un prix de marché du risque de 7%, une société dont le bêta est de 1,5 devra donner à ses actionnaires un rendement espéré de $5\% + 1,5 \times 7\% = 15,5\%$.

La loi portant sur les intérêts notionnels s'intègre dans cette fragmentation du rendement espéré d'un actif risqué. Fiscalement, le rendement des capitaux propres est donc éclaté en deux composantes. Une première composante est assimilée fiscalement à une charge d'intérêt « notionnelle », conduisant à une déduction fiscale du montant des capitaux propres. Le complément du rendement des capitaux propres constitue la valeur ajoutée actionnariale et est, en conséquence logique, soumis à l'impôt des sociétés. Pratiquement,

¹ Cet article complète et simplifie l'article de B. Colmant et G. Hübner (2005), « L'impact économique des intérêts notionnels - Première partie : Références à la théorie financière classique. », *Revue Bancaire et Financière*, décembre 2005, n° 8, pp. 499-507.

cela signifie que toute société bénéficie d'une réduction du coût du capital égale au taux d'intérêt sans risque multiplié par le taux d'abattement fiscal associé aux intérêts notionnels. Ainsi, si ce taux d'abattement est de 30% par exemple, la réduction du taux de rendement requis sur les fonds propres se monte à $30\% \times 5\% = 1,5\%$.

Concrètement, qu'est-ce que cela change pour les entreprises ? Naturellement, le système des intérêts notionnels leur permet de réaliser une économie d'impôts, et donc il y a un impact direct sur la rentabilité. Mais l'analyse du coût du capital nous donne un autre enseignement : en diminuant le taux de rendement exigé par les actionnaires sur les fonds propres de l'entreprise, les intérêts notionnels améliorent également ses perspectives d'investissement. Dans l'exemple précédent, un projet dont le management estime qu'il pourrait rapporter un taux interne de rentabilité de 15% ne devrait pas être entrepris : les actionnaires exigent un taux de rendement supérieur (15,5%) pour un projet de même risque. Une fois pris en compte l'économie fiscale des intérêts notionnels, le coût du capital n'est plus que de 14%, et donc l'investissement dans ce même projet devient désirable. Ce système pourrait donc permettre aux entrepreneurs de considérer avec plus de bienveillance des projets qui, à la marge, pouvaient sembler un peu trop aventureux. Il s'agit d'un adjuvant fiscal à l'investissement.

Mais comment calcule-t-on la réduction du coût du capital évoqué ci-dessus ? Elle est égale au produit de deux composantes : d'une part, le taux d'imposition marginal des bénéficiaires, et d'autre part, le rapport entre la valeur comptable et la valeur de marché des fonds propres de la firme. Ce rapport est l'inverse du « ratio de capitalisation des fonds propres » (valeur de marché/valeur comptable).

Le premier élément est assez facile à comprendre : plus vous payez d'impôts des sociétés, plus l'économie fiscale est importante. A la limite, une société qui ne ferait jamais que des pertes n'aurait rien à attendre de la mesure.

Le second élément est nettement moins évident. Il tient au fait que les intérêts notionnels sont calculés sur les fonds propres comptables tandis que le coût du capital s'applique aux fonds propres économiques, c'est-à-dire à leur valeur telle qu'elle est (ou serait) estimée par le marché financier. Les jeunes sociétés de croissance (les « gazelles »), par exemple, sont généralement considérées comme propices à ce qu'il y ait un écart substantiel entre l'actif net comptable (qui fait très souvent apparaître des pertes reportées et des non-valeurs à l'actif) et les fonds propres économiques, égaux à la valeur actuelle espérée des flux de revenus futurs. Dès lors, de nombreuses PME doivent considérer que leur rapport valeur comptable/valeur de marché des fonds propres est assez faible. Cette caractéristique a un impact défavorable sur la réduction du coût du capital due aux intérêts notionnels. Prenons deux sociétés qui ont le même coût du capital. La première, société de croissance, a un rapport valeur comptable/valeur de marché de 0,5. La seconde, société aux revenus très stables et investissant peu (société « de rendement »), jouit d'un rapport de 0,8. Si l'on considère un taux marginal de taxation de 34%, la réduction du coût du capital est de $0,5 \times 34\% \times 5\% = 0,85\%$ pour la société de croissance, tandis la société de rendement dispose d'une économie de $0,8 \times 34\% \times 5\% = 1,36\%$. Il y

a donc une distorsion dans l'impact de la mesure en défaveur des sociétés de croissance, ce qui n'est évidemment pas un effet désiré par le système.

La mesure des intérêts notionnels ne peut manifestement pas utiliser une notion de valeur de marché pour corriger l'effet pervers décrit ci-dessus. Par contre, disposant d'une définition légale de la PME, le législateur a tenu compte du problème de manière indirecte en majorant de 0,5% le taux d'intérêt servant de base à la déduction pour intérêts notionnels. Implicitement, il s'agit d'une reconnaissance que le tissu des petites et moyennes entreprises représente le principal vecteur de croissance de l'économie marchande. Toujours dans l'exemple précédent, si l'on considère que la société de croissance est une PME au contraire de la société de rendement, on aura une correction pour la première, avec finalement une réduction du coût du capital égale à $0,5 \times 34\% \times 5,5\% = 0,935\%$. Dans ce cas-ci, la correction n'est pas totale mais va dans le bon sens.

La connaissance du type d'entreprise auquel on appartient est donc un élément important pour appréhender l'impact réel de la mesure sur son coût du capital. Il existe un moyen simple d'approcher ce rapport : il suffit d'observer le rapport moyen entre le cours boursier et la valeur comptable des actions d'entreprises cotées du même secteur. Même si l'estimation n'est pas précise, elle dispose au moins du mérite de permettre au manager d'identifier le type d'entreprise (de croissance ou de rendement) auquel le marché financier associe l'activité du secteur.

Les tableaux suivants fournissent un calcul sommaire de la diminution du coût du capital associé à différents niveaux du taux d'intérêt et de ratio valeur comptable/valeur de marché. Le tableau 1 reprend la réduction du coût pour les grandes entreprises, tandis que le tableau 2 reprend la réduction du coût pour les PME.

Tableau 1 : réduction du coût des fonds propres pour les grandes entreprises

Val. comptable/ Val. de marché	Taux des OLOs				
	4%	4,50%	5%	5,50%	6%
1	-1,36%	-1,53%	-1,70%	-1,87%	-2,04%
0,9	-1,22%	-1,38%	-1,53%	-1,68%	-1,84%
0,8	-1,09%	-1,22%	-1,36%	-1,50%	-1,63%
0,7	-0,95%	-1,07%	-1,19%	-1,31%	-1,43%
0,6	-0,82%	-0,92%	-1,02%	-1,12%	-1,22%
0,5	-0,68%	-0,77%	-0,85%	-0,94%	-1,02%
0,4	-0,54%	-0,61%	-0,68%	-0,75%	-0,82%
0,3	-0,41%	-0,46%	-0,51%	-0,56%	-0,61%

Tableau 2 : réduction du coût des fonds propres pour les PME

Val. comptable/ Val. de marché	Taux des OLOs				
	4%	4,50%	5%	5,50%	6%
1	-1,53%	-1,70%	-1,87%	-2,04%	-2,21%
0,9	-1,38%	-1,53%	-1,68%	-1,84%	-1,99%
0,8	-1,22%	-1,36%	-1,50%	-1,63%	-1,77%
0,7	-1,07%	-1,19%	-1,31%	-1,43%	-1,55%
0,6	-0,92%	-1,02%	-1,12%	-1,22%	-1,33%
0,5	-0,77%	-0,85%	-0,94%	-1,02%	-1,11%
0,4	-0,61%	-0,68%	-0,75%	-0,82%	-0,88%
0,3	-0,46%	-0,51%	-0,56%	-0,61%	-0,66%

2. La valeur de marché

L'impact du système des intérêts notionnels sur la valeur économique des fonds propres peut sembler fort délicat à quantifier : l'économie fiscale affecte à la fois les flux financiers futurs dégagés par toute société destinée à générer des bénéfices, mais les intérêts notionnels affectent également le coût du capital, comme nous l'avons mis en évidence ci-dessus. Si nous partons du principe que la valeur économique d'une entreprise est égale à la somme des flux de trésorerie futurs actualisés au coût du capital, il faut parvenir à éviter le double comptage de l'avantage fiscal dans l'application de ce principe. Fort heureusement, il est possible d'isoler l'effet spécifique des intérêts notionnels en utilisant une technique bien connue dans le domaine de l'évaluation des entreprises. Il suffit de séparer l'évaluation de la valeur économique des intérêts notionnels de celle du reste de l'entreprise.

Le flux financier annuel spécifiquement lié aux intérêts notionnels se calcule alors comme le produit de trois facteurs : le montant des fonds propres au début de l'exercice, multiplié par le taux marginal de taxation, et multiplié encore par le taux des OLO (majoré de 0,5% pour les PME). Le taux d'actualisation applicable est quant à lui égal au coût des fonds propres *abstraction faite* des intérêts notionnels (dans nos exemples précédents, il serait de 15,5%).

Ainsi, considérons une société qui disposerait d'une valeur initiale des fonds propres comptables de 600.000 €, qui s'attend à une croissance constante de ses bénéfices – et de ses fonds propres – de 5% par an, et avec un coût du capital de 15,5%. Si le taux d'intérêt attendu est de 5%, le taux de l'ISoc est de 34%, et la société bénéficie de la majoration de 0,5% pour les PME, la valeur économique des intérêts notionnels se calcule par la formule de la perpétuité croissante : il suffit de diviser le premier flux des intérêts notionnels par la différence entre le coût des fonds propres et le taux de croissance : $(600.000 \text{ €} \times 34\% \times 5,5\%) / (15,5\% - 5\%) = 106.857 \text{ €}$, soit 17,8% de la valeur de la société. Si le taux de croissance était nul, cette valeur se fixerait à 72.387 €, tout de même déjà 12% du montant du capital investi...

Le tableau suivant reprend l'accroissement de la valeur économique des fonds propres pour différentes valeurs de la différence entre le coût du capital et le taux de croissance des fonds propres. Nous avons pris un taux des OLOs de 5% comme référence, et avons tenu compte de la majoration de 0,5% pour les PME.

Tableau 3 : Pourcentage d'augmentation de la valeur des fonds propres

Val. comptable/ Val. de marché	Coût du capital - taux de croissance				
	8%	10%	12%	14%	16%
1	23,38%	18,70%	15,58%	13,36%	11,69%
0,9	21,04%	16,83%	14,03%	12,02%	10,52%
0,8	18,70%	14,96%	12,47%	10,69%	9,35%
0,7	16,36%	13,09%	10,91%	9,35%	8,18%
0,6	14,03%	11,22%	9,35%	8,01%	7,01%
0,5	11,69%	9,35%	7,79%	6,68%	5,84%
0,4	9,35%	7,48%	6,23%	5,34%	4,68%
0,3	7,01%	5,61%	4,68%	4,01%	3,51%