

L'IMPOSITION GÉNÉRALISÉE DES PLUS-VALUES ET LA DÉDUCTION DES MOINS-VALUES : EFFETS ÉCONOMIQUES

Jacques MALHERBE

*Professeur émérite de l'Université catholique de Louvain
Avocat (Associé, Liedekerke, Bruxelles)*

Philippe MALHERBE

*Professeur à l'Université catholique de Louvain
Avocat (Associé, Liedekerke, Bruxelles)¹*

Bernard Remiche fut, avec Alexis Jacquemin, à la base de la recherche « Droit – Économie » à l'Université de Louvain. D'où notre tentation de lui dédier, sur un thème fiscal, une étude inspirée de cette méthode, en réunissant les souvenirs de deux anciens étudiants de la licence en sciences économiques pures. Le régime fiscal des gains et des pertes en capital a été, depuis le XIX^e siècle, au centre d'une controverse théorique plus ou moins constante². L'analyse, juridique d'abord, économique ensuite, a conclu avec une égale fermeté soit à leur inclusion dans la base de l'impôt sur les revenus, soit à leur exclusion de celle-ci. La discussion fut d'abord conceptuelle : participent-ils, oui ou non, de la nature d'un revenu ? Elle devint pragmatique à mesure que l'impôt sur le revenu lui-même se transformait en un outil de politique fiscale : la taxation des gains, la déduction des pertes en capital influencent-elles de façon significative l'activité économique, le marché des biens, l'investissement ?

Pendant ce temps, la situation législative changeait peu, fondamentalement. Aux États-Unis, ces gains avaient été imposés à des taux variables, depuis la création de l'impôt sur le revenu en 1913. Ailleurs, seuls les gains réalisés au cours d'une activité professionnelle ou, au plus, d'une activité de nature spéculative, étaient taxés. La masse principale des plus-values, celles qui s'atta-

¹ Nous remercions François Malherbe, avocat (van den Berg et associés), LL.M. (Duke University, N.C.), de ses recherches.

² L.E. BURMAN, *The Labyrinth of Capital Gains Tax Policy, A Guide for the Perplexed*, Washington, D.C., Brookings Institution Press, 1999.

chaient aux terrains, aux constructions, aux titres et aux droits les plus divers des individus, restaient exemptes d'impôts. Et l'on assistait à ce spectacle étrange de l'homme « qui peut s'enrichir indéfiniment sans être jamais frappé d'un impôt ». Le paradoxe n'était nulle part plus frappant qu'en Angleterre où l'impôt sur les revenus, en vigueur depuis 1798, avait atteint des taux extrêmement élevés, mais où les tribunaux, les gouvernements successifs, et même les commissions royales chargées de réformer la structure de l'impôt avaient laissé ouverte cette dernière avenue d'immunité fiscale.

L'année 1965, cependant, est apparue comme le crépuscule de la belle époque des plus-values. En Angleterre où, depuis 1962, les gains à court terme ont été taxés, le chancelier de l'Échiquier inscrivit au programme du gouvernement travailliste un impôt général sur les gains en capital. En France, la loi du 19 décembre 1963 avait frappé les plus-values immobilières ; son application a été ultérieurement étendue aux gains sur valeurs mobilières. Aux États-Unis, le message présidentiel de 1963 avait annoncé d'importants changements, auxquels l'administration renonça temporairement. La réforme fiscale belge de 1962 modifia, mais sans l'étendre, le régime fiscal des plus-values, limité aux plus-values à caractère professionnel, mais introduisit une taxation des plus-values réalisées lors d'opérations dépassant la gestion du patrimoine privé³.

En 2011, après un long interrègne et au cœur de crises financières répétées, la note du formateur du gouvernement belge envisagea la taxation des plus-values privées sur actions. Les plus-values sur actions et titres résultant de la vente dans un délai d'un à huit ans après la date d'acquisition seraient taxées à 25%, au même taux que les dividendes. Pour les plus-values réalisées dans l'année, le taux serait porté à 50% afin de prendre en compte le caractère spéculatif de ces opérations. Les moins-values seraient imputables sur le montant des plus-values imposables. Ce système n'a pas été retenu par le législateur (2014), bien que certains y voient une question fondamentale⁴.

Il est intéressant de reprendre à cette occasion les raisonnements économiques fondamentaux qui ont été développés lorsque d'autres pays ont introduit ou modifié ce type d'imposition.

³ Sur les régimes de différents pays, cf. OCDE, « L'imposition des gains en capital », in *L'imposition des personnes physiques sur la fortune, les mutations et les gains en capital*, Rapport du Comité des affaires fiscales de l'OCDE, 1979, p. 101, et *id.*, 1989, p. 124 ; pour une comparaison récente, cf. H.J. AULT et B.J. ARNOLD, *Comparative Income Taxation, A Structural Analysis*, 3^e éd., Wolters Kluwer, 2010, p. 237.

⁴ F. VANISTENDAEL, « Tarif en grondslag van belasting : Oude en nieuwe uitdaging », in « Fiskaliteit 2000, Krachtlijnen voor een nieuw fiscaal evenwicht », Ministerie van Financiën, *De Financieel Economische Tijd*, 1991, p. 25.

Introduction – La notion fiscale de revenu et de gain en capital

Les termes comptables de plus-value et d'accroissement d'avoir, l'expression américaine de gain en capital, anglaise de profit en capital sont employés ici comme synonymes. Fiscalement, il s'agit des profits résultant de l'augmentation de la valeur marchande de certains biens, les biens de capital, ceux qu'on acquiert pour en jouir ou en tirer un revenu, non pour les vendre ou les consommer. Les pertes en capital résultent de la baisse de prix des mêmes biens. Les profits et pertes ordinaires, en revanche, sont réalisés par la vente de biens et services qui font partie du stock de leur propriétaire et qu'il offre en vente régulièrement⁵.

Les gains et pertes en capital sont la conséquence de changements de prix dans un même marché, soit – latents – dans le patrimoine de celui qui conserve son bien, soit – réalisés – entre l'acquisition d'un placement et sa vente à un autre investisseur. Le revenu ordinaire est le produit de l'activité de celui qui achète des biens dans un marché et les revend dans un autre, c'est-à-dire sous une forme différente, en différentes quantités, à un autre endroit. Un propriétaire, en vendant son terrain à une compagnie immobilière, réalise un gain en capital ; la compagnie qui le lotit et vend les parcelles, réalise un revenu ordinaire⁶.

La catégorie des biens en capital est si vaste que, par exemple, la loi fiscale américaine, dès le début, la définit négativement : tout bien qui ne fait pas partie du stock offert en vente aux clients dans le cours ordinaire des affaires. Elle inclut immeubles bâtis, actions, obligations, intérêts dans une association, baux, brevets, droits d'auteur, divers droits contractuels, etc. Théoriquement, des objets personnels, tels que bijoux, tableaux, voitures, peuvent aussi donner lieu à gains et pertes en capital : on en tire un revenu en nature. Le marché des œuvres d'art, où des sociétés se portent actuellement comme gros acheteurs, est une source de gains en capital de plus en plus comparable aux marchés boursiers. Les prix de ces œuvres auraient monté davantage que les cours des actions depuis 1925. Dans son livre *Art as an Investment*, le banquier Richard H. Rush emploie des techniques inspirées de l'indice Dow-Jones pour analyser la tendance des prix dans douze grandes écoles artistiques⁷.

⁵ Sur cette notion, appliquée aux plus-values sur titres réalisées par des sociétés, cf. G. MAISTO et J. MALHERBE, « General Report », in *Taxation of Companies on Capital Gains on Shares under Domestic Law, EU Law and Tax Treaties*, G. MAISTO (éd.), Amsterdam, IBFD, 2013, p. 3.

⁶ H.C. SIMONS, *Personal Income Taxation, The Definition of Income as a Problem of Fiscal Policy*, Chicago, UCP, 38, p. 50.

⁷ *The New York Times, National Economic Review*, New York, 11 janvier 1965, p. 125.

Actions et obligations fournissent la majorité des gains et pertes en capital. Les biens immobiliers représentent une part plus importante de la richesse totale, mais non des gains, car ils changent de mains moins fréquemment. Aux États-Unis qui, ayant été le premier pays à taxer l'ensemble de ces gains, serviront généralement d'exemple, la réalisation s'entend d'une vente ou d'un échange. Sinon, quelle que soit l'augmentation de valeur potentielle, le gain n'est pas imposé. Une donation n'empêche pas réalisation, pas plus qu'une transmission par décès.

Le gain net est la somme des gains nets émanant des déclarations aboutissant à un gain net total, moins la somme des pertes nettes mentionnées sur les déclarations. La perte nette est le résultat de la même somme et de la même différence pour les déclarations aboutissant à une perte nette totale. Le gain ou la perte nette pour toutes les déclarations mentionnant des transactions en capital est appelé gain ou perte en excédent.

Le gain ou la perte en excédent, pour chaque exercice fiscal, sera aussi la somme algébrique du gain net et de la perte nette. Fiscalement, un gain en capital est donc celui qui est réalisé sur un bien en capital, acheté pour en tirer un revenu, non pour le vendre. Le revenu ordinaire est réalisé sur les biens achetés pour la revente, les marchandises. En théorie économique, par contre, un gain en capital n'est qu'un profit inattendu, un *windfall profit*. La hausse inattendue du prix de tout bien donne lieu à un gain en capital. Une augmentation de valeur escomptée par un acheteur, par contre, est un revenu ou la rémunération d'un facteur de production, parce qu'elle sert à attirer des ressources vers un emploi déterminé. De même, une perte prévue par un vendeur est l'objet de provisions pour amortissements ou pertes et, comme telle, est déduite du revenu ; une perte inattendue pas. La différence entre le revenu attendu et le revenu perçu, ex ante et ex post, est un *windfall gain or loss*. Les deux conceptions, fiscale et économique, se rapprochent, en dépit des apparences. En principe, l'acheteur d'un bien en capital n'entend pas le revendre avec bénéfice, tandis que le marchand compte revendre son stock. Dès lors, le gain du premier est inattendu, le profit du second escompté. De même, celui qui fait commerce de biens en capital, l'agent immobilier, le courtier en valeurs mobilières, en tire un revenu ordinaire⁸.

Un double problème est dès lors posé. L'un théorique : dans quelle mesure les gains en capital répondent-ils à la notion économique du *windfall*, de l'addition inattendue à la richesse de l'individu, sans relation avec ses efforts ?

⁸ L.H. SELTZER, *The National and Tax Treatment of Capital Gains and Losses*, New York, National Bureau of Economic Research, 1951, pp. 47-49.

L'autre de politique fiscale : quelle que soit leur nature, convient-il d'inclure ces profits et ces pertes dans la base imposable, et selon quelles modalités, au vu des effets d'une telle mesure sur l'activité économique ?

I. – Les gains en capital comme revenus imposables

A. – *Gains purs*

Un bien en capital est acquis en vue d'en tirer un revenu. Sa valeur est en principe la valeur actuelle des revenus futurs attendus pendant sa durée d'existence, escomptés par un taux de capitalisation égal au taux d'intérêt du marché plus une prime de risque. Cette dernière est fonction de facteurs comme la répugnance au risque en soi et la difficulté de gestion ou de réalisation du bien⁹.

Si le revenu est perpétuel, la valeur du bien se déduit de la formule :

$$V = \frac{R}{t}$$

où V est la valeur du bien, R son rendement annuel et t le taux de capitalisation.

Si i est le taux d'intérêt courant et p la prime de risque requise pour ce type d'investissement, on a :

$$t = i + p$$

Selon que le revenu est capitalisé à 10, 6 2/3, ou 5%, le bien est évalué à 10, 15, ou 20 fois le revenu. On parle aussi d'un achat de 10, 15 ou 20 ans : c'est le temps qu'il faut pour que le revenu reconstitue le prix payé.

Selon le caractère plus ou moins spéculatif de l'investissement, un champ plus ou moins large de revenus possibles se conçoit. L'investisseur « idéal » attache à chacun un poids qui est son appréciation de la probabilité correspondante. La moyenne arithmétique des revenus pondérés est le revenu moyen qu'il attend du bien¹⁰. Par exemple, s'il estime la probabilité qu'un titre industriel rapporte à long terme 100 € à 5%, 75 € à 20%, 50 € à 50%, 25 € à 20% et qu'il reste improductif à 5%, il évaluera le dividende moyen à 50 €.

⁹ *Ibid.*, p. 57.

¹⁰ *Ibid.*, pp. 55-56.

Revenu estimé	100	75	50	25	0				
Probabilité en %	5	20	50	20	5				
Revenu estimé pondéré	5	15	25	5	0				
Revenu estimé pondéré moyen	5	+	15	+	25	+	5	=	50

Si l'on néglige la prime de risque et si le taux d'intérêt courant est de 5%, il évaluera l'action à 1 000 €.

$$V = \frac{R}{i} = \frac{50 \text{ €}}{0,05} = 1\,000 \text{ €}$$

Peu d'éléments connus entrent dans l'estimation de la probabilité d'un revenu futur. Ces éléments exercent donc une influence disproportionnée par rapport aux éléments inconnus. De plus, un changement dans l'évaluation du revenu entraîne un changement multiplié dans la valeur du bien, le multiplicateur étant le chiffre par lequel l'investisseur multiplie le revenu pour le capitaliser.

Dans le cas présent, le multiplicateur est 20 :

$$50 \times 20 = 1\,000$$

Supposons qu'un an après la première évaluation, les perspectives de revenu changent, et avec elles la distribution de probabilités.

Revenu estimé	200	100	50	0			
Probabilité en %	20	50	20	10			
Revenu estimé pondéré	40	50	10	0			
Revenu estimé pondéré moyen	40	+	50	+	10	=	100

L'investissement vaut maintenant 2 000 €. Son propriétaire peut le vendre à ce prix, réalisant un gain en capital de 1 000 €. On suppose qu'il s'agit d'un gain « pur », dû exclusivement à une hausse de revenu escompté, en l'absence de mouvements du taux d'intérêt ou du niveau des prix. Dans l'exemple choisi, l'investissement est devenu plus spéculatif. Les valeurs extrêmes du revenu possible sont pondérées par des probabilités plus fortes, 20% et 10% au lieu de 5% et 5%.

Quelle qu'en soit l'origine, cette « réévaluation des perspectives » autorise l'actionnaire à dépenser la moitié de son capital sans changer sa position de capital ou de revenu. Doit-il être taxé sur son gain en capital ? Il peut dire que sa première évaluation était erronée et qu'il faut la réviser sur la base des données

actuelles. Si l'accroissement résulte d'une « révision des perspectives », il ne peut le dépenser sans entamer son capital¹¹. Mais même si l'évaluation de 2013 se révèle fautive en 2014, celle de 2012, ou de 2011, devait être exacte. Autrement dit, le gain en capital doit être le revenu d'une période pendant laquelle il est apparu, même si ce n'est pas 2013. Sans doute n'y aurait-il pas eu de hausse si le marché avait apprécié exactement les perspectives de revenu. Il n'en reste pas moins que le gain de l'acheteur à 1 000 €, vendeur à 2 000 €, est bien réel¹².

Il y a, selon la formule de Haig¹³, accroissement de son pouvoir économique, donc matière à taxation. Le gain apparaît comme un *windfall*, un bénéfice imprévu, résultat d'une erreur d'appréciation ou d'un changement inattendu de circonstances. Il ne remplit pas, comme les autres types de revenus, une fonction économique. Il ne rémunère pas un facteur de production, n'intervient pas dans l'allocation des ressources. Pigou répond que le *windfall*, est, par excellence, l'objet désigné à l'imposition puisque son bénéficiaire n'y comptait pas pour satisfaire ses besoins¹⁴. Mais s'agit-il vraiment d'un *windfall* ?

Dans une économie où ces changements de valeur sont fréquents, où ils peuvent être prévus dans une certaine mesure et où la présence d'un marché permet de les réaliser, des spéculateurs professionnels et même tout investisseur en tiennent compte et les recherchent. Le gain en capital devient la rente d'un facteur économique qu'on peut appeler spéculation, étude de marché ou calcul de risque. Il cesse d'être imprévu et apparaît à l'investisseur comme le salaire de son temps, l'intérêt de son capital, le profit compensant son risque¹⁵.

Un élément imprévu subsiste néanmoins. La moyenne pondérée des revenus et, par capitalisation, des valeurs et des gains possibles, n'exprime que le résultat à attendre d'un nombre infini d'investissements. Le gain réalisé pour l'une des quelques opérations que l'investisseur conclura pendant sa vie peut se situer à tout point de la distribution. Quel est dès lors l'élément de *windfall* dans ce gain ? Est-ce son excédent sur le gain moyen, ou sur le plus haut gain considéré dans la distribution, ou sur le plus faible ?

De plus, chaque évaluation est subjective et diffère d'individu à individu, pour qui un même gain comporterait une fraction différente de *windfall*¹⁶.

¹¹ A.R. PREST, *Public Finance in Theory and Practice*, Londres, Weidenfeld and Nicolson, 1960, p. 291.

¹² N. KALDOR, *An Expenditure Tax*, Londres, Allen and Unwin, 1955, p. 42.

¹³ « Le revenu et la valeur monétaire de l'accroissement net du pouvoir économique d'un individu entre deux points du temps », R.M. HAIG, « The Concept of Income – Economic and Legal Aspects », in *The Federal Income Tax*, R.M. HAIG (éd.), New York, Columbia UP, 1921, p. 7.

¹⁴ A.C. PIGOU, *A Study of Public Finance*, 3^e éd. rev., Londres, Macmillan, 1921, pp. 157-164.

¹⁵ L.H. SELTZER, *op. cit. supra* note 8, National Bureau of Economic Research, New York, 1951, pp. 66-67.

¹⁶ L.H. SELTZER, *The National and Tax Treatment of Capital Gains and Losses*, *op. cit.*, pp. 75-78.

Il paraît donc impraticable de faire un sort fiscal différent à l'élément imprévu d'un gain en capital. Il faut décider, soit de taxer l'ensemble du gain dans le revenu du bénéficiaire, soit de l'exempter à cause de son caractère imprévu ou non récurrent. On accordera peu de poids théorique à ces arguments. Le traitement spécial des gains se justifiera plus solidement au vu de ses effets sur l'activité économique. Il n'en va pas de même pour d'autres types de gains, dont le caractère de revenu est plus discutable : ceux qui résultent d'une baisse du taux d'intérêt ou d'une hausse du niveau des prix.

Comme la propension à épargner dépend du revenu futur escompté, elle est fonction non seulement du taux d'intérêt, mais aussi de la politique fiscale et, en particulier, de l'imposition des gains en capital¹⁷.

B. – Gains associés à une baisse du taux d'intérêt

Une baisse du taux d'intérêt signifie une augmentation de valeur des biens futurs par rapport aux biens présents. En vertu de la formule

$$V = \frac{R}{t}$$

une diminution du taux t , dénominateur de la fraction, accroît la valeur actuelle des revenus futurs et donc la valeur du bien en capital y donnant droit. Une hausse du taux la diminue. Ainsi, la cote des valeurs à revenu fixe, telles les obligations, variera en sens inverse du taux d'intérêt. Ce mouvement pourrait s'étendre, dans certaines circonstances, à d'autres biens en capital, tels que les immeubles ou les actions ordinaires. Mais, généralement, les fluctuations du taux d'intérêt ne se produisent pas isolément. Une hausse des taux coïncide avec une période de prospérité et la perspective de revenus futurs plus élevés absorbe l'effet négatif de la hausse du taux d'intérêt sur la valeur des biens à revenu variable. De même, lors d'une baisse du taux d'intérêt associée à un recul de l'activité économique, la diminution des revenus escomptés contre-carre la hausse de valeur des biens qui pourrait résulter de la chute des taux d'intérêt.

Soit deux individus A et B possédant chacun un bien à revenu fixe. Le bien de A vaut 100 000 € et lui rapporte un revenu lié au taux d'intérêt, qui est 5%. C'est la situation du détenteur d'un compte courant ou d'un livret d'épargne, dont, par hypothèse, le revenu serait directement dépendant du taux d'intérêt, sans que le capital déposé ne varie. B possède un bien de même valeur, mais

¹⁷ J.M. KEYNES, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Londres, The Macmillan Press, 1974, p. 94.

qui lui rapporte un revenu constant de 5 000 €. A et B sont donc dans la même position.

Le taux d'intérêt tombe à 4%. A reçoit maintenant 4 000 € d'un bien qui vaut toujours 100 000 €. B tire 5 000 € d'un bien qui vaut désormais 125 000 €. Le gain en capital de B est-il réel ou illusoire ? B doit-il être taxé sur 25 000 € ?

Si l'on définit le revenu imposable sur la base d'un concept de revenu constant, le gain de B est illusoire, car, s'il vendait son bien, il devrait réinvestir les 125 000 € pour en tirer le même revenu. S'il consommait son gain, son revenu deviendrait :

$$5\,000 \times \frac{100\,000}{125\,000} = 5\,000 \times \frac{4}{5} = 4\,000$$

comme celui de A. Dans cette conception, le gain de B n'est pas imposable. Au contraire, A devrait se voir accorder la déductibilité d'une perte « fictive » de capital de 25 000 €, qui l'aiderait à regagner la même position de revenu.

Si la matière imposable est définie au départ d'un concept de capital constant, B est taxé sur 25 000 €, montant de l'augmentation de son capital, et A, dont le capital se maintient, ne jouit d'aucune déduction¹⁸.

L'individu qui bénéficie d'un gain en capital à la suite d'une baisse du taux d'intérêt voit donc son capital croître, mais il ne peut dépenser le gain sans réduire son revenu futur. La mesure dans laquelle un tel gain constitue un revenu imposable dépend des préférences relatives de l'individu pour le revenu et le capital¹⁹. S'il dépense une partie du gain, il aura un revenu moindre et un capital plus élevé qu'avant la baisse du taux d'intérêt. S'il est indifférent entre les deux combinaisons, cette portion du gain peut être taxée comme un revenu.

En cas de hausse du taux d'intérêt, le propriétaire d'un bien à revenu fixe subit une perte en capital, mais, en réinvestissant son capital diminué au nouveau taux d'intérêt, il conserverait le même revenu. Dans cette mesure, sa perte paraît illusoire et la théorie fiscale pourrait contester qu'elle soit déductible.

C. – Gains résultant d'une hausse du niveau des prix

Lors d'une hausse du niveau général des prix, les perspectives de revenu futur sont réévaluées. La valeur des biens en capital augmente, idéalement, dans la

¹⁸ G.F. BREAK, « On the Deductibility of Capital Losses under the Income Tax », *Journal of Finance*, vol. 7, n° 2, mai 1952, pp. 222-24.

¹⁹ A.R. PREST, *Public Finance in Theory and Practice*, op. cit., p. 292.

même proportion que le niveau des prix. Revenu et capital augmentent en termes monétaires, mais non en termes réels.

En période de baisse des prix, une perte serait également illusoire dans la mesure où elle ne dépasse pas le pourcentage de la baisse générale des prix.

Certains aménagements fiscaux tiennent compte du caractère irréal de ces types de gains et pertes. Ils seront décrits ci-après.

Pour le reste, les considérations théoriques qui précèdent ne sont plus invoquées que rarement pour expliquer le traitement des gains et des pertes en capital. Les répercussions de ce traitement sur le marché des biens en capital sont à l'origine des régimes actuellement en vigueur.

II. – L'effet d'immobilisation

L'impôt sur les gains en capital est une branche de l'impôt sur le revenu. Celui-ci est en principe progressif et adapté à la capacité contributive de chaque contribuable. Sa justification gît précisément en ce que les gains et les pertes en capital ajoutent ou retranchent à cette capacité contributive. Mais l'impôt sur le revenu a en commun avec les impôts indirects sur les mutations une caractéristique essentielle : il s'agit d'une taxe qu'on s'impose à soi-même. Nul ne peut se priver de gagner un revenu, alors que chacun peut généralement se passer de vendre.

Si les gains sont imposables et les pertes déductibles, les détenteurs de biens en capital tendront à conserver les biens appréciés et à liquider les biens dépréciés, ou, au mieux, à ne réaliser des gains que dans la mesure où ils ont des pertes qui les annulent fiscalement. Le problème majeur, dans la construction d'une taxe sur les gains de capital, est son effet sur la mobilité des biens. À l'heure actuelle, plus qu'aucune considération théorique sur la qualification des plus-values comme un élément de capital ou de revenu, l'effet d'immobilisation est à l'origine d'aménagements fiscaux dans le traitement des gains et des pertes.

Un taux préférentiel s'applique aux gains quand ils ne sont pas exemptés partiellement ou totalement, afin de ne pas décourager les transferts. Des limites s'opposent à ce que les pertes soient déduites de revenus autres que les gains, par crainte de voir des réalisations massives de moins-values compromettre les recettes fiscales.

L'existence d'une *capital gains tax* décourage la réalisation des gains et « enferme » l'investisseur dans ses placements réussis : c'est l'effet d'immobili-

sation ou *locked-in effect*. La taxe encourage la réalisation des pertes puisque, par la réduction consécutive d'impôts, l'État contribue d'autant à supporter la perte du particulier : c'est un effet de mobilisation ou *forced-out effect*. Dans les deux cas, les considérations fiscales obscurcissent les raisons économiques et la meilleure allocation des ressources n'est pas atteinte.

L'effet d'immobilisation proprement dit se marque dans le comportement de l'individu, propriétaire d'un bien qui a augmenté de valeur depuis son acquisition, en face de la décision de disposer du bien et, par là, de se soumettre à une taxe sur la différence entre le prix de vente et le coût. Le gain est ajouté à son revenu et imposé au taux marginal correspondant. Normalement, pour éviter une taxation progressive excessive sur un élément de revenu non récurrent, celui-ci peut aussi être taxé à un taux spécial, proportionnel, sans rapport avec le taux qui frappe les autres revenus du contribuable.

Le *locked-in effect* peut se présenter de plusieurs façons, selon l'hypothèse que l'individu compare avec la rétention pure et simple de son placement. Premier cas : il veut consommer son gain. Il met en balance une vente, qui lui rapporte un gain disponible, et la continuation de son investissement qui, chaque année, lui assure un revenu. Il ne vendra que si l'impôt exigible aujourd'hui sur le gain est moindre que la valeur actuelle des taxes futures qu'il paierait sur le revenu annuel.

Deuxième cas : il veut réinvestir. Il lui faut trouver un nouveau placement tel qu'en y consacrant la somme investie dans l'ancien, moins la taxe, il en tire un rendement égal à celui de l'ancien.

Hypothèse supplémentaire : l'individu cherche exclusivement à minimiser son obligation fiscale. S'il prévoit que son revenu global sera plus élevé pour l'année courante que pour l'année suivante, il profite de la progressivité de l'impôt en avançant ses pertes et en reculant ses gains. S'il existe une chance que ses gains échappent entièrement à l'impôt, il attendra d'en profiter : il décide de transmettre ses biens par donation ou succession, qui, au contraire d'une vente, n'emportent pas taxation des gains ; il envisage l'occasion de réaliser une large perte en disposant d'un bien depuis longtemps dévalorisé, et d'annuler ses gains en les réalisant simultanément.

L'effet d'immobilisation a été vérifié sur le marché des offres publiques : le régime de taxation différent des plus-values, lors d'acquisitions de sociétés, selon que l'acquisition est payée en *cash*, ce qui déclenche l'imposition, ou en actions, ce qui permet un report indéfini de l'imposition, influence le comportement des investisseurs. La prime à payer lors d'acquisitions est d'autant plus

élevée que l'imposition de la plus-value l'est. L'effet d'immobilisation est donc significatif²⁰.

Si la possibilité est offerte au vendeur de reporter l'imposition en réinvestissant, il se retrouve dans la même position que celui qui est payé en actions et modifie donc son comportement²¹.

A. – L'effet de concentration

L'effet d'immobilisation sur l'individu qui veut réaliser et consommer son gain est la conséquence d'un autre effet de la taxe : son effet de concentration ou *bunching effect*²². L'impôt frappe en une année un gain qui, en fait, représente le revenu de plusieurs exercices. On pense d'abord à la façon dont une plus-value apparaît : elle reflète en général l'augmentation de valeur graduelle d'un bien au cours des années. Si elle est concentrée et imposée en un an, celui de la vente, l'impôt sera plus élevé que si elle avait été taxée au fur et à mesure de son accroissement. Appelons effet de concentration « en arrière » ou *backward bunching* celui qui résulte, sous un impôt progressif, de l'accumulation en un an de revenus qui devraient être répartis sur un certain nombre d'exercices antérieurs. Cette conséquence de la progressivité de l'impôt est inéquitable et des aménagements fiscaux y remédient : l'étalement du gain, par exemple, ou la taxation au taux applicable au revenu moyen de plusieurs exercices.

La concentration « en arrière » est-elle la cause de l'immobilisation ? Non, car il s'agit d'un calcul dans le passé, d'une comparaison entre ce qui est et ce qui aurait dû être. Théoriquement, pour rétablir l'équité, il faudrait déterminer la portion du gain appartenant à chaque période écoulée depuis l'achat et l'ajouter au revenu de cette période pour déterminer l'accroissement d'impôt qui en aurait résulté. Le contribuable aurait alors la certitude que la taxe est « juste », mais cela ne lui démontrera pas qu'il a un avantage à vendre plutôt qu'à garder son bien. Il peut considérer l'impôt, quoique juste, comme trop élevé.

Le raisonnement qui le persuade établit une comparaison entre ce qui est et ce qui sera. Il faut considérer non la manière dont une plus-value apparaît, mais

²⁰ B.C. AYERS, C.E. LEFANOWICZ et J.R. ROBINSON, « Shareholder Taxes in Acquisition Premiums: The Effect on Capital Gains Taxation », *The Journal of Finance*, vol. 68, n° 6, décembre 2003, p. 2783 ; *idem*, « Capital Gains Taxes and Acquisition Activity: Evidence of the Lock-in Effect », *Contemporary Accounting Research*, vol. 24, n° 2, été 2007, p. 315.

²¹ M. BUGEJÁ et R. DA SILVA ROSA, « Capital gains taxation and shareholder wealth in takeovers », *Accounting and Finance*, vol. 50, 2010, p. 241.

²² American Law Institute, *Discussion Draft of a Study of Definitional Problems on Capital Gains Taxation*, Philadelphie, American Law Institute, pp. 8-12, 55-58, 149, 52, 184, 88.

dont elle disparaît : par la réalisation future de revenus au cours de la vie utile du bien, revenus dont elle représente la valeur capitalisée. La vente du bien précipite en une année, sous forme d'appréciation, les revenus de nombreuses périodes à venir. L'effet de concentration « en avant » ou *forward bunching* aurait lieu même si l'impôt était proportionnel et non progressif. Il ne résulte pas seulement, comme l'effet de concentration « en arrière », du taux de la taxe, mais surtout du moment où elle est imposée. À taux d'impôt égal, en payant plus tard au lieu de payer maintenant, on gagne l'intérêt sur la taxe.

Le droit de différer l'impôt a d'autant plus de valeur et l'obstacle à la vente est d'autant plus grand que le bien a une vie utile plus longue. Si le bien a une vie illimitée, ce droit est égal en valeur à l'impôt, car on peut éviter la réalisation du gain et le paiement de l'impôt. Certains biens rapportent un revenu indéfiniment sans atteinte au capital : un terrain, une action industrielle. Si l'existence du bien est courte, ce droit a moins de valeur, car, de toute manière, le revenu sera réalisé et la taxe payée plus tôt. Certains biens ne produisent un revenu que si on dispose du capital au cours de la même période : un bail, un brevet, un bâtiment, une mine.

À taux d'impôt égal, plus la vie future du bien est longue, plus l'effet d'immobilisation est fort. Alternativement, le même effet d'immobilisation résulte de l'imposition d'une taxe à taux plus élevé sur la vente d'un bien à vie courte (*shorter lived asset*) et d'une taxe à taux moins élevé sur la vente d'un bien à vie longue (*longer lived asset*). Pour réduire ou éliminer cet effet, il faudrait aménager l'impôt, non en fonction du temps écoulé depuis l'acquisition du bien, mais en fonction de la période pendant laquelle le bien peut être conservé et produire un revenu.

L'effet d'immobilisation se mesure en comparant le coût fiscal d'une vente, à savoir la taxe sur le gain, et le coût fiscal d'une possession continuée, égal à la valeur présente des paiements d'impôts sur les revenus futurs. Quelle somme, investie aujourd'hui à intérêts composés, produirait le montant des taxes à payer dans l'avenir ? Cette somme est comparée à la taxe à payer aujourd'hui.

Si la taxe présente est supérieure à la valeur actuelle des taxes futures, il y a immobilisation. Si la taxe présente est inférieure à la valeur actuelle des taxes futures, il y a, au contraire, incitation à la vente. L'effet, positif ou négatif, pourrait s'exprimer en pourcentage d'une valeur par rapport à l'autre.

B. – L'effet d'immobilisation proprement dit

Si l'investisseur envisage une vente afin d'en réinvestir le produit, l'effet d'immobilisation revêt une autre forme. La taxe sur le gain augmente la prime qu'il demande pour changer d'investissement. Du bien ancien, il tirait un rendement donné. Il ne réinvestira, après la vente, qu'une somme amputée par la taxe. Il exigera du bien nouveau un rendement assez élevé, au moins, pour compenser cette diminution de capital. La prime minimum requise pour éliminer l'effet d'immobilisation dépend de la forme du rendement désiré : si l'individu est *income-minded*, il recherche un plus grand revenu ; s'il est *appreciation-minded*, il désire une plus grande perspective de gain²³.

Plus le pourcentage d'augmentation de valeur est élevé, plus l'effet d'immobilisation s'oppose à la vente du bien. On constaterait de même que, plus le taux d'impôt monte, plus l'effet d'immobilisation est fort.

Est-il possible d'abandonner la distinction entre les trois types de réinvestisseurs et d'élaborer une mesure unique de l'effet d'immobilisation ? Les deux termes de la comparaison ne sont plus, comme dans le cas de l'investisseur qui veut consommer son gain, une taxe présente et la valeur actuelle de taxes futures. Le premier terme est, à nouveau, un coût fiscal, mais le second est un rendement supposé net d'impôts²⁴.

Le coût fiscal, on l'a vu, est proportionnel, d'une part, au pourcentage que représente l'impôt par rapport au gain, d'autre part, au pourcentage que représente le gain par rapport au coût du bien. Il est dès lors proportionnel au pourcentage que représente l'impôt payé par rapport à la valeur marchande du bien.

Il est, d'autre part, réaliste de considérer que le détenteur ou l'acheteur d'une action envisage simultanément la hausse de sa valeur et le dividende qu'elle rapporte. C'est d'autant plus probable si l'on considère que les actions les plus demandées payent souvent des dividendes inférieurs au rendement d'obliga-

²³ W.A. STEGER, « Economic Consequences of Substantial Changes in the method of Taxing Capital Gains and Losses », in *Tax Revision Compendium*, Compendium of Papers on Broadening the Tax Base, submitted to the Committee on Ways and Means in connection with the panel discussions on the same subject to be conducted by the Committee on Ways and Means beginning November 16, 1959, U.S. Government Printing Office, Washington, 1959 (cité ci-après *Tax Revision Compendium*), vol. 2, pp. 1261-69 ; Q.F. WALKER, W.T. COLLINS et D.E. HIGGINS, « The Effects of the Federal Revenue Acts of 1938, 1939 and 1940 on the Realization of Gains and Losses on Securities », *American Statistical Association Journal*, vol. 35, décembre 1940, pp. 602-609 ; W. HELLER, « Investors Decisions, Equity and Capital Gains Tax », in *Federal Tax Policy for Economic Growth and Stability*, Papers submitted by Panelists appearing before the Subcommittee on Tax Policy, Joint Committee on the Economic Report, November 9, 1955, 84th Congress, 1st Session 1955, U.S. Government Printing Office, Washington, 1955 (cité ci-après *Federal Tax Policy for Economic Growth and Stability*), pp. 381-394.

²⁴ C.C. HOLT et J.P. SHELTON, « The Implications of the Capital Gains Tax for Investment Decisions », *Journal of Finance*, vol. 16, n° 4, décembre 1961, pp. 559-580 ; « The Locked-in Effect of the Capital Gains Tax », *National Tax Journal*, vol. 15, n° 4, décembre 1962, pp. 337-352.

tions sûres ou d'autres placements d'une valeur équivalente. L'investisseur combine donc, en un chiffre unique, le pourcentage de gain et le pourcentage de revenu qu'il espère de son titre.

De toute manière, on ne peut dire, comme dans certaines présentations du *locked-in effect*, que l'investisseur refusera de vendre à moins que la hausse escomptée du nouveau bien lui rembourse la taxe. Le rendement demandé est généralement beaucoup moindre et dépend d'une variable supplémentaire, le rendement escompté du titre ancien.

C. – *L'effet de mobilisation*

La situation envisagée jusqu'ici était toujours celle de l'investisseur ayant réalisé un gain et confronté au paiement d'une taxe en cas de vente. Cette perspective l'immobilise, mais la promesse de rendements suffisamment élevés d'un investissement nouveau, sous forme de revenu, de gain en capital ou de rendement combiné, le libère. Ces situations étaient caractérisées comme un effet d'immobilisation et la suppression de cet effet.

Tournons-nous maintenant vers l'investisseur qui a une perte en capital. La déductibilité de cette perte et l'économie d'impôt qu'elle entraîne peuvent, sous certaines conditions, le pousser à réaliser cette perte. Il subit un effet de mobilisation ou *forced-out effect*. L'individu qui avait un gain et décide de vendre malgré la taxe éprouve aussi une mobilisation ; cependant, sa situation sera caractérisée ici comme la suppression d'un effet négatif (une désimmobilisation), l'expression positive de mobilisation étant réservée à la vente à perte motivée par une économie d'impôt.

L'hypothèse d'une baisse de prix a été envisagée plus haut, dans le cas du « gagnant » qui se demande s'il faut vendre et racheter la même action, en payant la taxe au passage. Si le prix baisse suffisamment, le seul rachat lui permet de regagner la taxe. Si, de plus, il escompte une reprise des prix, la comparaison des rendements avec ou sans vente et rachat lui dicte sa décision.

Ici, le déclin du prix a déprécié l'action sous son coût original. Au lieu d'exiger une taxe, l'État, s'il autorise la déduction de la perte, la subsidie à concurrence du taux marginal d'impôt applicable au revenu duquel elle est déduite. Le propriétaire escompte une hausse subséquente de prix²⁵.

²⁵ Q.F. WALKER, W.T. COLLINS et D.E. HIGGINS, « The Effects of the Federal Revenue Acts of 1938, 1939 and 1940 on the Realization of Gains and Losses on Securities », *op. cit.*, pp. 609-613.

S'il ne vend pas maintenant, il peut attendre que la hausse ait ramené une action au niveau de son prix d'achat, et la vendre alors. Ce choix n'emporte ni subside ni taxe. Il peut vendre à perte, bénéficiant d'un subside, acheter le même bien ou un autre et vendre plus tard, payant la taxe sur la hausse par rapport à la valeur du second achat.

La distinction entre plus-value à court terme et à long terme est ici importante. Si les pertes sur titres détenus à long terme ne sont que partiellement déductibles parce que les plus-values ne sont que partiellement taxables, l'investisseur aura tendance à vendre plus vite²⁶.

D. – *Vérification statistique*

Le comportement rationnel de l'investisseur reflète donc, dans une mesure qu'a déterminée l'analyse, l'influence de la taxe sur ses ventes et ses achats²⁷. Cette influence apparaît plus faible qu'on pourrait le supposer. En effet, elle ne se mesure pas par un coût ou un bénéfice fiscal unique : le pourcentage du gain que le fisc absorbe, le pourcentage de la perte qu'il subsidie ; elle s'apprécie par la comparaison entre un coût actuel et un coût futur, dans le cas du gain ; par la diminution d'un coût futur résultant d'un bénéfice actuel, dans le cas de la perte. La taxe épargnée en ne réalisant pas son gain ou le subside reçu en réalisant sa perte n'est qu'un prêt sans intérêt du gouvernement. L'avantage de l'immobilisation ou de la mobilisation n'est que l'intérêt de ce prêt, au taux que rapporte le placement dans lequel on l'investit. Le prêt expire au moment de la réalisation ultérieure.

Les motifs fiscaux ne devraient avoir sur la conduite de l'investisseur qu'un effet peu perceptible. La règle reste : maximiser les profits en vendant au plus haut et en achetant au plus bas ; minimiser les pertes en se dégageant à temps. Cependant, les raisons fiscales sont immédiatement évaluables, tandis que les motifs extra-fiscaux, perspectives de prix, de profits, de croissance, sont incertains.

²⁶ J.M. POTERBA et S.J. WEISBENNER, « Capital Gains Tax Rules, Tax-loss Trading, and Turn-of-the-year Returns », *The Journal of Finance*, 2001, vol. 56, n° 1, p. 353.

²⁷ T. DOWD, R. MCCLELLAND et A. MUTHITACHAROEN, « Heterogeneity in the Tax Responses of Personal Capital Gains Realizations », *National Tax Journal*, 2012, vol. 65, p. 827.

III. – L'effet déstabilisateur

La taxation des gains en capital restreint la liquidité du marché. La déduction des pertes, au contraire, encourage les ventes. Le résultat est une accentuation des fluctuations en prix et en quantités.

En période de boom, la taxe sur les gains accentue la hausse des prix. En dépression, la déductibilité des pertes contribue à abaisser des prix déjà déprimés. Le système fiscal ajoute donc à l'instabilité cyclique²⁸.

Son effet est tout différent de celui qu'aurait un impôt basé sur l'accroissement non réalisé du capital²⁹.

Par ailleurs, l'effet de la taxe sur les prix ne dépend pas seulement de l'horizon de l'investisseur individuel, mais de celui des autres investisseurs³⁰.

L'effet d'immobilisation diminue d'ailleurs tant la demande que l'offre³¹.

La taxe exerce sans doute un « effet en prix ». Mais quelle en est la mesure ? Peut-on dire que le vendeur augmente son prix du montant de l'impôt à payer ? L'analyse de l'effet d'immobilisation a montré que non. Le vendeur considère l'emploi alternatif de son capital. Si le rendement d'un autre bien dépasse suffisamment le rendement qu'il escompte encore de son investissement actuel, il a avantage à changer, malgré la taxe sur le gain. Plus la différence des rendements est faible, plus l'augmentation de prix se rapprochera du montant de la taxe. Si les rendements sont égaux, le montant de la taxe doit être ajouté au prix d'offre pour reconstituer le capital susceptible de produire un rendement équivalent à l'ancien.

Si le rendement prend la forme de gain, la taxe à payer dans le futur sera à nouveau la taxe sur les gains. Le taux peut être supposé le même comme il s'agit souvent d'un taux proportionnel et non progressif. De nouveau, deux cas doivent être envisagés :

1. la vente d'une action pour en acheter une autre dont on escompte une hausse de prix plus forte ;
2. la vente d'une action pour racheter la même action à un prix plus bas dans l'espoir d'une reprise³².

²⁸ O. VON MERING, *The Shifting and Incidence of Taxation*, Philadelphie, The Blakiston Cy, 1942, pp. 230-231.

²⁹ A.D. VIARD, « Dynamic asset pricing effects and incidence of realization-based capital gains taxes », *Journal of Monetary Economics*, vol. 46, 2000, p. 465.

³⁰ P. KLEIN, « The capital gain lock-in effect and equilibrium returns », *Journal of Public Economics*, vol. 71, 1999, p. 355.

³¹ Z. DAI, E. MAYDEW, D.A. SCHELKELFORD et H.H. ZHANG, « Capital Gains Taxes and Asset Prices: Capitalization or Lock-in », *The Journal of Public Finance*, vol. 63, n° 2, avril 2008, p. 709.

³² B.W. SPRINKEL et B.K. WEST, « Effects of Capital Gains Taxes on Investment Decisions », *The Journal of Business* (Chicago), vol. 35, n° 2, avril 1962, pp. 122-134.

Si l'accroissement de prix est infini, le détenteur d'un bien ne réalisera jamais son gain, puisqu'aucun autre investissement ne serait préférable. Il ne profiterait même pas d'une baisse temporaire de prix, qui ne ferait qu'ajouter une quantité finie à un rendement infini. Seul l'individu désireux de consommer son gain pourrait être poussé à vendre, ce qui ramène au premier cas envisagé : la comparaison entre le coût fiscal de la vente et le coût fiscal de la possession d'un bien à durée illimitée. Le premier est la taxe sur le gain. Le second, pour autant que l'accroissement de valeur puisse être séparé du principal chaque année et consommé, l'impôt annuel qui serait dû, ramené à sa valeur actuelle.

Dans quelle mesure la déduction des pertes encourage-t-elle une baisse de prix ? Le vendeur diminue-t-il son prix du montant de la réduction d'impôt ?

Soit il s'attend à la continuation de la baisse. Dès lors, il a avantage à vendre, quels que soient sa perte ou le subside qu'il reçoit, pour racheter à un prix plus bas. La diminution du prix qu'il consentirait est indépendante du subside³³.

Soit il s'attend à une reprise. S'il garde son bien, il payera plus tard une taxe sur la différence entre le prix de vente et le coût original. S'il le vend à perte et le rachète, il reçoit un subside immédiat, mais payera plus tard la taxe sur un gain plus grand, la différence entre le prix de vente et la valeur du rachat. Si le subside est supérieur à l'augmentation de taxe, il vendra à perte. Mais il ne peut diminuer son prix dans cette mesure.

Quelle que soit la raison pour laquelle l'investisseur désire réaliser une perte – attente d'une baisse plus forte, désir de réinvestissement ou de liquidité –, le bénéfice que lui procure la déduction de la perte est indépendant du emploi de son argent. Il est probable dès lors que la diminution de prix qu'il consentira de ce fait sera plus proche du montant de l'économie d'impôt que l'augmentation du prix ne l'était de la taxe sur le gain.

La taxe exerce donc un effet en prix, déstabilisateur.

De plus, la taxe exerce sur la demande un autre effet, généralement stabilisateur, qu'on peut appeler effet en capital. Tout vendeur qui réalise un gain ou une perte voit son capital diminuer du montant de la taxe sur le gain ou augmenter du montant de la réduction d'impôts due à la perte. Dans la mesure où il revient immédiatement au marché, sa participation à la demande est diminuée ou augmentée d'autant. En période de hausse de prix, l'effet en capital de

³³ E.D. FAGAN, « The Economics of Capital Gains Taxation », National Tax Association, Proceedings of the 32nd Annual Conference (1932), Columbia, Caroline du Sud, 1940, pp. 113-126.

la taxe réduit la hausse. En période de baisse des prix, l'effet en capital du subside des pertes soutient la demande et freine le déclin des prix.

L'effet en capital atténue donc les fluctuations du marché. Cependant, dans un cas, il est déstabilisateur. Si l'investisseur, ainsi qu'on l'a envisagé plus haut, vend au prix élevé actuel, et attend un prix plus bas pour racheter, la réduction de son capital diminuera le nombre d'actions qu'il pourra racheter et le soutien qu'il apportera au prix déclinant.

De plus, dans la mesure où l'investisseur se retire du marché, l'effet en capital ne se fait pas sentir. Surtout lorsque les pertes dominent, la baisse des prix suggère une tendance à préférer la liquidité au réinvestissement : la demande ne reçoit dès lors aucun soutien.

Passant de l'analyse théorique aux faits, on se pose la question : la taxation des gains en capital a-t-elle contribué à restreindre l'offre de biens capitaux en période de hausse des prix ? A-t-elle aussi, bien que dans une moindre mesure, découragé la demande de ces biens ? La réponse semble négative, en raison d'un fait essentiel : la différence des taux généralement applicables aux gains en capital et au revenu ordinaire³⁴.

Si la plus-value réalisée en vendant un bien est moins imposée que le revenu annuel qu'il rapporte, son propriétaire est incité à le vendre au lieu de le garder. Au lieu de percevoir chaque année un revenu imposable à 50 ou 30%, il encaissera en une année un gain représentant plusieurs fois ce revenu et taxable seulement à 25 ou 15%. Là où la considération du seul taux sur le gain pourrait le détourner de vendre, la comparaison de ce taux avec celui de l'impôt sur le revenu l'y encourage. Le traitement préférentiel des gains en capital cause une expansion, non une restriction de l'offre. Il rend la rétention d'un bien pour son revenu relativement moins attrayante et sa vente relativement plus attrayante.

Pour les mêmes raisons, la demande de biens en capital est stimulée par la perspective du taux préférentiel. La promesse d'un gain en capital est relativement plus attrayante que celle d'un revenu. Le mouvement du marché boursier confirme ce comportement. En période de hausse des prix, les quantités demandées augmentent, de même que les quantités vendues. Souvent, il est impossible de satisfaire la demande et on restreint les acheteurs à un certain quota de leur commande, en dépit d'une offre accrue.

³⁴ R.L. RICHMAN, « Incentive Effects of Alternative Tax Treatments of Capital Gains », National Tax Association, Proceedings of the 53rd Annual Conference (1960), Harrisburg, Pennsylvanie, 1961, pp. 597-603.

IV. – Systèmes en vigueur et systèmes proposés

Des discussions théoriques ont, dans le passé, mis en doute la validité de la taxation des plus-values. Elles se basaient sur une définition étroite du revenu, empruntée soit à certaines écoles économiques, soit au droit civil. À partir du moment où les gains en capital constituaient une forte proportion des revenus, surtout des revenus élevés, et où l'impôt sur le revenu lui-même devenait la source majeure des recettes fiscales, la logique et l'équité réclamaient un élargissement de la base imposable. Cependant, sauf de rares exceptions, comme celle des États-Unis de 1918 à 1924, aucun régime fiscal national n'alla jusqu'au bout du raisonnement : considérer les gains et les pertes en capital comme des éléments positifs ou négatifs de revenu, imposables ou déductibles aux mêmes conditions. Des études théoriques continuent à défendre cette thèse holistique³⁵. Des aménagements furent introduits. 1965 a vu l'Angleterre instaurer la taxation généralisée des gains, suivie par de nombreux États. L'hypothèse proposée ici est que toutes ces mesures résultent d'une préoccupation essentielle : éviter des répercussions trop fortes sur la liquidité des biens. Pour diminuer l'effet d'immobilisation, on réduit la taxabilité des gains. Pour protéger les recettes contre des réalisations massives de pertes, on limite la déductibilité de celles-ci. D'autres arguments sont avancés pour soutenir chaque système : distinguer les activités spéculatives et d'investissement ; éviter un effet inéquitable de concentration des gains et des pertes en un seul exercice ; tenir compte de l'inflation. Tous, plus ou moins, sont liés aux effets d'immobilisation et de mobilisation. C'est sous cet angle qu'ils seront examinés³⁶.

A. – Taxation des accroissements non réalisés

Les positions extrêmes rejoignent les définitions du revenu mentionnées plus haut. D'un côté, exemption totale des gains et non-déductibilité des pertes. De l'autre, taxation et déduction des accroissements ou diminutions d'avoirs à mesure de leur apparition.

Actuellement, les gains ne sont taxés que lorsqu'ils sont réalisés par la vente ou l'échange du bien. L'impôt semble ainsi être levé sur l'acte de transfert ; ce qui décourage les ventes. Si le gain était taxé annuellement, à mesure de l'appré-

³⁵ P.R. McDANIEL et S.S. SURREY, *International Aspects of Tax Expenditures : A Comparative Study*, Deventer, Kluwer, 1985, p. 41 ; J. BANKS et P. DIAMOND, *The Base for Direct Taxation in Dimensions of Tax Design*, The Mirrlees Review, Oxford, OUP, 2010, pp. 558-559 et 634-635.

³⁶ Cf. J. FREEMAN, « Treatment of Capital Gains and Losses », in *The Notion of Income from Capital*, P. ESSERS et A. RIJKERS (eds), EATLP Congress, Cologne 2003, IBFD, 2005, p. 191.

ciation des biens, le changement d'investissement ne serait pas taxé en soi et l'apparence d'une pénalisation disparaîtrait. La « méthode de l'accroissement » ajoute les plus-values au revenu de l'année et en déduit les moins-values³⁷. Tout traitement préférentiel serait éliminé. La rétention d'un bien apprécié ou la liquidation d'un bien déprécié n'apporterait aucun avantage fiscal. Le contribuable porterait sur sa feuille d'impôts une évaluation de ses avoirs en début et en fin d'année ; la différence constituerait le revenu imposable ou la perte déductible. Si ces évaluations sont correctes, la réalisation d'un gain ne provoque aucune taxe et la réalisation d'une perte aucune réduction d'impôt que son revenu imposable n'ait déjà enregistrée. Il n'a aucune raison de différer la vente pour éviter une taxe ou de l'avancer pour s'assurer une déduction.

La proposition, souvent formulée, ne fut jamais adoptée. Elle soulève des difficultés d'application presque insurmontables. En premier lieu, elle suppose une évaluation précise et annuelle de la valeur des biens capitaux. De nombreux pays imposent sur le patrimoine net une taxe annuelle qui requiert semblable évaluation. Mais il s'agit d'une taxe à taux très bas, proportionnel ou progressif. Dans cette mesure, la taxe frappe les gains non réalisés. Toutefois, la base de cette taxe comprend un élément stable important. Une erreur d'évaluation de l'élément variable, vu les taux réduits, n'a que peu d'influence sur la cotisation. Si, au contraire, seule la plus-value est taxée, et aux taux élevés de l'impôt sur le revenu, la précision s'impose. Les cotations boursières pour les actions, les valeurs cadastrales pour les immeubles fourniraient des approximations valables. Mais de nombreux biens n'ont pas de marché. Ou leur valeur diminuerait s'il fallait les diviser pour les réaliser ; intérêts majoritaires, immeubles indivis. La valeur réelle du bien n'apparaîtrait que lors de la liquidation et un ajustement serait nécessaire à ce moment. Un effet d'immobilisation ou de mobilisation subsisterait donc dans cette mesure, compromettant le succès de la réforme.

Des études statistiques ont montré que « les gains en capital sont comme un iceberg dont la plus grande partie, sous la surface, constitue des gains qui ne sont jamais officiellement réalisés »³⁸. Une augmentation d'impôts énorme résulterait de leur taxation. Les gains antérieurs au passage d'une telle loi

³⁷ H.M. GROVES, « Taxation of Capital Gains », in *Tax Revision Compendium*, op. cit. vol. 2, pp. 1193-1201 ; L.H. SELTZER, *The National and Tax Treatment of Capital Gains and Losses*, op. cit., pp. 289-95 ; W.A. STEGER, « Economic Consequences of Substantial Changes in the method of Taxing Capital Gains and Losses », op. cit., passim ; U.S. Treasury Department, *Federal Tax Treatment of Capital Gains and Losses, a Treasury Tax Study*, U.S. Government Printing Office, Washington, 1951, pp. 82-89 ; A.R. ILERSIC, *The Taxation of Capital Gains*, Londres, Staples Press, pp. 46-50 ; A.A. AUERBACH, « On the Design and Reform of Capital Gains Taxation », *Working Paper* n° 3967, NBER Working Papers Series, Cambridge, MA., National Bureau of Economic Research, janvier 1992.

³⁸ H.W. GROVES, « Taxation of Capital Gains », in *Tax Revision Compendium*, op. cit. vol. 2, p. 1194.

devraient être immunisés, comme le fut la portion des gains réalisée accrue avant l'entrée en vigueur de l'impôt sur le revenu. La valeur du bien lors de l'introduction de la loi sert de base au calcul d'un gain lors de sa réalisation ; la valeur au jour x lui serait substituée pour déterminer l'accroissement annuel imposable. Même ainsi, l'augmentation de la base fiscale ne se concevrait que couplée à une réduction des taux.

Ces taux seront les taux progressifs de l'impôt sur le revenu. Si le gain ou la perte dépasse le montant qui sépare deux tranches de revenus, l'augmentation d'impôt qui résulte d'un gain est supérieure à la réduction d'impôt qu'entraîne une perte. L'inégalité sera accentuée, parce que les gains et pertes non réalisés, plus élevés, atteindront probablement ce montant. De plus, les gains tendent à apparaître pendant les années de revenu élevé et les pertes pendant les années de revenu moindre. Un procédé d'étalement devra être introduit, aboutissant à taxer l'individu sur le revenu moyen d'un cycle d'années, comprenant une hausse et une baisse.

L'apparition d'une plus-value ne crée pour son bénéficiaire aucune disponibilité monétaire. Pour payer l'impôt, il se verra peut-être contraint à une vente totale ou partielle. Cette mobilisation forcée peut venir à un moment inopportun.

De nombreux biens sont d'ailleurs indisponibles, en vertu de dispositions légales ou testamentaires, pendant certaines périodes. Dans les pays de *common law*, un bien peut être placé dans un trust testamentaire ou *inter-vivos* pour le bénéfice de personnes nées et à naître. En attendant, le pouvoir du trustee peut être limité à l'usage du revenu, sans atteinte au principal, quel que soit l'accroissement de valeur. Si accroissement il y a, entre les mains de qui est-il taxable ? Du *beneficiary*, qui touche le revenu, du *remainderman*, qui recevra le principal ou du *trustee*, qui administre ? Dans un pays de droit civil, qui payera l'impôt, de l'usufruitier ou du nu-propriétaire³⁹ ? Lors de la réalisation d'un gain, celui qui l'encaisse se voit imposé. Ce test est inapplicable à la taxation d'un gain non réalisé.

Si ce système élimine les effets en prix de la réticence à la liquidation, il en créera d'autres. Si on ne peut éviter la taxe, il vaut toujours la peine de la différer. La demande se décalera des biens promettant un grand gain vers ceux qui assurent une plus forte proportion de leur rendement sous forme de revenu, c'est-à-dire des investissements risqués aux placements plus sûrs. La déduction des pertes, il est vrai, exercera un effet inverse. Parmi les biens offrant une

³⁹ C.C. HUTCHINSON, « Taxation of Capital Gains Realized from the Sale of Property Subject to Usufruct », *Tulane L. Rev.*, vol. 37, n° 4, juin 1963, p. 765.

perspective d'appréciation, les titres non cotés, dont la sous-évaluation est plus facile, seront demandés de préférence aux titres cotés. Dans la mesure où la sous-évaluation est possible, la taxe est reportée à la liquidation du bien. Dans les deux cas, un réaligement des prix aura lieu au détriment de certains biens en capital. Plus qu'une instabilité cyclique des prix des actions, le système pourrait créer une plus grande dispersion de ces prix. Aucun système d'impôts n'alla donc jusqu'à taxer les accroissements non réalisés.

B. – *Compte de roulement*

La position opposée proclame que, pour supprimer l'effet d'immobilisation, au lieu de taxer tous les gains, il faut n'en taxer aucun. D'ailleurs, ajoute-t-on, ils ne constituent pas un revenu. Une proposition plus réaliste est celle d'un compte de « roulement » d'investissement (*rollover investment account*) exempt d'impôt⁴⁰. Elle combine l'idée théorique qu'un gain, du moins s'il est réinvesti, n'est pas un revenu, avec le désir pratique d'encourager le changement d'investissement. Il ne s'agirait que de généraliser des dispositions existantes. Lors d'une fusion, absorption ou recapitalisation de société, les plus-values échappent à l'impôt s'il y a continuité d'intérêt. Un échange de propriété commerciale, de même, ne donne pas lieu à taxation sur la plus-value du bien ancien, pourvu que le bien nouveau soit de même nature⁴¹. Lors d'une destruction ou expropriation, l'indemnité d'assurance ou d'expropriation, supérieure au coût original des biens, peut être réinvestie en franchise d'impôts. Enfin, la vente d'une maison d'habitation pour en acheter une autre est aussi immunisée⁴². Pour bénéficier de ces exemptions, il est nécessaire d'identifier le bien porteur de la plus-value. Le système du « roulement » supprime cette nécessité et simplifie la comptabilité fiscale.

Chaque contribuable ouvrirait un « compte de roulement », où il porterait tous ses biens capitaux, à leur coût. Le gain réalisé sur la vente de ces biens échapperait à l'impôt dans la mesure où il est réinvesti dans l'achat d'autres biens inclus dans le compte.

Chaque année, le gain total non reconnu est soustrait de la base totale, qui représente l'investissement original dans le compte. Si, à la fin de l'exercice, les achats totaux dépassent les ventes totales (cas 1), il y a investissement net : aucune taxe n'est due. Au contraire, la valeur des biens acquis au moyen de

⁴⁰ R. CLARK, « The Paradox of Capital Gains : Taxable Income that ought not to be currently taxed », in *Tax Revision Compendium*, op. cit., vol. 2, pp. 1243-56.

⁴¹ Internal Revenue Code (États-Unis), sec. 1031.

⁴² *Ibid.*, sec. 1034.

nouvelle épargne, non de gains réalisés, s'ajoute à la base du compte. Si, au contraire, les ventes excèdent les achats (cas 2), il y a désinvestissement et un gain imposable dans cette mesure. Si un bien est vendu à son coût (cas 3), aucune conséquence fiscale n'en résulte.

De même, il semble qu'une perte, en cas de réinvestissement, devrait s'ajouter à la base (cas 4). En cas de désinvestissement net seulement (cas 5), elle donnerait droit à une déduction⁴³.

Soit trois biens, A, B, C achetés à 300, 200 et 100.

La base du compte est 600. Le bien A est vendu. Éventuellement, un bien D est acheté.

Cas	Prix de vente de A déductible	Prix d'achat de D	Base	Gain taxable	Perte
(1)	325	375	$200 + 100 + 375 - 25 = 650$		
(2)	325	300	$200 + 100 + 300 = 600$	25	
(3)	300	pas d'achat	$200 + 100 = 300$		
(4)	275	275	$200 + 100 + 275 + 25 = 600$		
(5)	275	250	$200 + 100 + 250 = 550$		25

Le fisc prêterait au contribuable le montant de la taxe, mais le contribuable prêterait au fisc les réductions d'impôts auxquelles il renonce. Le compte serait clôturé au décès, qui serait assimilé à une réalisation. Cependant, seule la plus-value réalisée et réinvestie sera taxée à ce moment, pas la plus-value non réalisée. Si le titulaire du compte a acheté un bien à 60, l'a vendu à 100 et les a réinvestis dans un autre bien qui vaut au décès 150, le gain imposable est 40, pas 50⁴⁴.

Comme le seul gain non réinvesti est taxé, le projet créerait une taxe limitée sur la dépense. Il ne supprimerait la tendance à différer les gains et accélérer les pertes que dans la mesure où le contribuable envisage un réinvestissement.

C. – Étalement

Entre ces deux extrêmes, d'autres propositions soit atténuent l'effet de la progressivité sur les gains et pertes en capital, soit en reconnaissent le carac-

⁴³ *Contra*, R. CLARK, « The Paradox of Capital Gains: Taxable Income that ought not to be currently taxed », *op. cit.*, p. 1250.

⁴⁴ *Ibid.*, p. 1251.

tère partiellement illusoire, en vue de l'augmentation du niveau général des prix ou des mouvements du taux d'intérêt.

L'étalement (*averaging*) des gains et des pertes tiendrait compte de ce que leur apparition s'étend sur plusieurs exercices fiscaux, voire sur toute la durée de possession du bien⁴⁵. Si le gain est ajouté au revenu d'un exercice, il tombe dans une tranche d'impôt plus élevée que s'il y avait été inclus à mesure de son accroissement annuel. Et la déduction d'une perte au taux marginal d'une année procure un bénéfice fiscal plus grand que celui résultant de déductions échelonnées. Le gain ou la perte appartenant à plusieurs exercices est concentré en un seul par la réalisation. L'effet de concentration ou *bunching effect* ne se limite pas aux gains en capital. Toute irrégularité du revenu y soumet le contribuable : sa taxe sur le revenu d'une année sera supérieure ou inférieure à ce qu'aurait été l'impôt sur le revenu moyen de plusieurs. Une approche résout l'ensemble du problème : autoriser un étalement général des revenus, étendu aux gains et pertes en capital, et substituer l'imposition sur le revenu moyen à l'imposition sur le revenu effectif. Une autre se limite aux gains et aux pertes : ils seraient répartis entre plusieurs exercices ou étalés sur toute la période de détention du bien.

L'étalement du revenu global dépasse le problème des gains et pertes de capital. Un système de moyenne périodique ne changerait pas le montant de la recette fiscale, mais, au bout de cinq ou dix ans, le contribuable calculerait l'impôt total qu'il aurait payé s'il avait perçu son revenu en sommes égales au cours de la période. La différence lui serait remboursée⁴⁶. L'établissement d'une moyenne cumulative serait annuel. L'an 1, le contribuable paye l'impôt sur son revenu effectif. L'an 2, il fait la moyenne des revenus, calcule son obligation fiscale des deux années sur cette base, et paye ou reçoit la différence entre ce montant et la taxe payée l'an I⁴⁷.

Le processus se répète chaque année. Il évite ainsi l'accumulation de débits ou de crédits d'impôt.

Un système limité aux gains et pertes peut se concevoir comme leur étalement soit dans le passé, soit dans l'avenir. L'étalement dans le passé tient compte de ce que le gain ou la perte est apparu en plusieurs années et de ce que la taxation ou déduction globale en opère une concentration « rétroactive » (*backward bunching*).

⁴⁵ U.S. Treasury Department, « Federal tax treatment of capital gains and losses : a Treasury Tax study », Washington, U.S. Government Printing Office, 1951, pp. 89-110 ; L.H. SELTZER, *The National and Tax Treatment of Capital Gains and Losses*, op. cit., pp. 304-312 ; A.R. ILERSIC, *The Taxation of Capital Gains*, op. cit., pp. 53-57.

⁴⁶ H.C. SIMONS, *Personal Income Taxation, The Definition of Income as a Problem of Fiscal Policy*, op. cit., pp. 153, 55.

⁴⁷ W. VICKREY, *Agenda for Progressive Taxation*, New York, Ronald Press, 1947, pp. 172, 95.

Trois modalités sont concevables. Selon la première, le contribuable distribuerait son gain ou sa perte *pro rata* entre les années de possession du bien. L'impôt de chaque année serait recalculé et la majoration ou réduction totale représenterait la taxe ou le crédit d'impôt attribuable au gain ou à la perte. Ce système, entraînant la réouverture d'un grand nombre d'exercices, ne satisfait pas au mieux l'équité : le gain ou la perte peut s'être dégagé assez soudainement, en quelques années. Pour en tenir compte, il suffirait, selon la seconde modalité, de le répartir sur un nombre fixe d'années, par exemple cinq. Le contribuable recalculerait sa taxe pour l'année courante et les quatre années précédentes en supposant que 1/5^e du gain ou de la perte est ajouté à son revenu ou soustrait de celui-ci. La somme des augmentations ou diminutions d'impôt donne la taxe sur le gain ou la réduction due à la perte. En troisième lieu, la taxe ou le crédit d'impôt pourrait être déterminé par le revenu et le taux de l'année courante, comme dans la disposition générale d'*averaging* signalée plus haut. L'individu divise son gain ou sa perte par 5, calcule l'impôt de l'année de réalisation avant et après l'inclusion de 1/5^e du gain ou de la perte dans son revenu, et multiplie la différence par 5 pour obtenir la taxe ou le crédit total. Le résultat ne serait le même que si le revenu et le taux d'impôt étaient restés identiques pendant 5 ans, ou si un système général d'*averaging* s'y appliquait.

Les trois modalités laisseraient subsister une tendance à différer la réalisation des gains pour éviter le paiement immédiat d'une taxe et à avancer la réalisation des pertes pour obtenir une réduction d'impôt immédiate. La troisième encouragerait le contribuable à réaliser ses gains l'année où il paye peu d'impôts et ses pertes l'année où il en paye beaucoup. Ce calcul serait plus difficile sous les deux autres.

L'étalement dans le futur tient compte, dans une certaine mesure, de l'effet de concentration « prospectif » (*forward bunching*) : si le bien est conservé, la plus-value sera réalisée graduellement sous forme de revenus taxés chaque année, jusqu'à épuisement de la vie utile du bien. Ainsi, le produit d'une vente à tempérament peut être taxé à mesure que les mensualités sont payées, même si la technique comptable employée enregistre immédiatement le prix de vente total⁴⁸. Le système peut s'organiser de deux façons. Le gain ou la perte est étalé sur 5 ans par l'intégration au revenu de l'année courante et de chacune des 4 années suivantes d'1/5^e du gain ou de la perte. Alternativement, le report est d'un montant fixe d'impôt ou de crédit, calculé en fonction du revenu et du taux de l'année de réalisation : le contribuable connaîtrait ainsi sa taxe ou sa réduction.

⁴⁸ Cf., p. ex., Internal Revenue Code (États-Unis), sec. 453.

tion dès la vente. Les deux méthodes réduisent la tendance à retarder les gains et accélérer les pertes, car le paiement ou la réduction d'impôt immédiate est moindre.

La période d'étalement ne doit pas être longue. Une période de 5 ou même de 3 ans suffit à éliminer la plupart des effets de la concentration⁴⁹. Le gain ne sera plus « poussé » dans une tranche d'imposition supérieure. Normalement, la progression devient moins serrée à mesure qu'on monte sur l'échelle des revenus. L'étalement multiplie par 5 l'écart entre deux tranches d'imposition. Le gain s'y insérera sans subir les effets de la progressivité. Une période plus longue ne serait nécessaire que pour les gains élevés réalisés à des niveaux bas de revenu ordinaire, sur lesquels les accroissements de taux sont plus rapprochés.

Il faut que la période soit assez longue pour permettre la déduction complète d'une perte du revenu ordinaire. Le contribuable à revenu faible qui subit une large perte n'y parviendra que si la période d'étalement lui permet d'accumuler un revenu suffisant.

Cependant, un système d'étalement ne supprimerait pas les effets d'immobilisation et de mobilisation. Le contribuable conserve la possibilité de gagner l'intérêt de la taxe épargnée en différant un gain ou en déduisant une perte. Pour l'en détourner, il faudrait ajouter à l'impôt final ou déduire d'une réduction immédiate un facteur d'intérêt. Cela confirme que l'effet de concentration de la taxe n'est pas à l'origine directe de ses répercussions sur la mobilité des biens.

D. – *Taux préférentiel*

Le système qui a rencontré le plus de faveurs dans la pratique consiste à taxer les gains en capital à un taux réduit. Les pertes reçoivent un traitement qui, généralement, n'est pas parallèle à celui des gains. Le bénéfice du taux réduit n'est pas accordé à tous les gains, mais uniquement à ceux réalisés sur des biens possédés pendant une période plus ou moins longue. Les gains à long terme sont distingués des gains à court terme qui restent soumis aux taux ordinaires⁵⁰. Ce système est en vigueur dans de nombreux pays.

Ce système résulte de trois influences. Il vise d'abord à alléger l'effet de concentration. Plus la durée de possession est longue, plus la progressivité aggrave la taxation du gain. Le taux préférentiel est le substitut arbitrairement

⁴⁹ U.S. Treasury Department, « Federal tax treatment of capital gains and losses: a Treasury Tax study », *op. cit.*, Tables 8, p. 93, et 9, p. 95.

⁵⁰ *Ibid.*, pp. 51-59.

choisi d'un système d'étalement. Une échelle de taux graduée en fonction de la durée de possession s'en rapproche davantage. Le minimum requis serait une rétention d'un an, car, en moins d'un an, aucun effet de concentration ne peut apparaître.

Le système entend ensuite encourager l'investissement par opposition à la spéculation. Il les différencie par la durée de possession plutôt que par l'intention du vendeur. Or, on peut investir à court terme et spéculer à long terme. De plus, la spéculation, en augmentant l'offre en hausse et en soutenant la demande en dépression, peut exercer un effet stabilisateur sur le marché. En contribuant à son volume, elle facilite la mobilité des biens. Ce second objectif entre là en conflit avec le troisième : réduire l'effet d'immobilisation.

Par l'introduction de deux taux, à court terme et à long terme, le système affecte enfin incontestablement la réticence des investisseurs à vendre leurs biens. L'analyse antérieure, basée sur la comparaison des rendements de l'ancien et d'un nouvel investissement diminués de la taxe, s'applique à l'un et à l'autre. Pour le détenteur d'un gain à court terme, si le taux ordinaire s'applique, rien n'est changé. Le détenteur d'un gain à long terme, lui, sera plus aisément amené à vendre grâce à la diminution de la « morsure fiscale », mais la différenciation des taux crée un effet d'immobilisation propre : elle incite à garder un bien assez longtemps pour le faire bénéficier du taux du long terme. En présence d'une échelle décroissante des taux, la tendance à différer la réalisation agit à chaque intervalle de temps. Cet effet résulte de deux influences : la différence de taux et la longueur de la période de qualification.

E. – *Influence du taux réduit*⁵¹

Pour isoler l'effet de la différence de taux, il faut considérer l'investisseur qui vendrait si le taux d'impôt actuel était le seul applicable, mais est incité à garder son bien par la perspective de l'application d'un taux réduit après une certaine période. Il a conclu que le rendement de son action serait désormais moindre que celui d'une autre, compte tenu du prélèvement fiscal au taux du court terme. S'il s'attendait à ce qu'elle monte davantage qu'une autre, il la garderait. S'il est prêt à la vendre, il juge qu'elle a réalisé sa promesse maximum du rendement. En la gardant, il risque une baisse, mais il s'assurera le bénéfice d'un taux réduit à long terme.

⁵¹ J.P. SHELTON, « Influence of the Six-Month Capital Gains Rule on Short Term Transactions », *Financial Analysts Journal*, vol. 18, n° 5, septembre-octobre 1982, pp. 99-101.

Son gain net d'impôt sera diminué par la baisse de prix, mais augmente grâce à l'application du taux de faveur. Quel pourcentage de gain peut-il risquer de perdre en prix parce qu'il le regagne en taxe ?

Peut-il dire si le taux baisse de moitié après six mois : « comme je suis taxé à 50%, j'ai avantage à garder mon titre même s'il baisse de 5 000. Il me restera le même gain net d'impôt » ? Non, car si, après six mois, son gain n'est plus que 5 000, il n'en payera pas moins 1 250 d'impôt, ce qui ne laissera net que 3 750.

Ou : « en vendant maintenant, je paye 5 000 d'impôt, en vendant plus tard, 2 500. Mon titre peut baisser de 2 500 et me laisser le même gain » ? Non, car son gain à long terme ne serait que 7 500, dont il lui resterait, après taxation à 25%, 5 625, plus qu'il ne pensait.

Il ne peut pas perdre le montant de la taxe, car celle-ci n'est pas éliminée, mais seulement réduite après six mois. Il peut perdre plus que la différence des taxes à court et à long terme, car le gain taxable est réduit, lui aussi, par la baisse. Il faut, pour l'immobiliser, que son gain net à long terme soit au moins égal à son gain net à court terme.

L'introduction d'un taux réduit à long terme exerce deux effets opposés sur le marché. Elle encourage la vente par les investisseurs qui ont passé le cap du long terme⁵², mais incite ceux qui seraient soumis au taux du court terme à différer la vente. L'effet net sur la mobilité des biens à un moment donné dépend de leur importance relative sur le marché. La dichotomie des taux est peut-être responsable du fait qu'aux États-Unis, des ventes à long terme apparaissent sur trois fois plus de déclarations que les ventes à court terme.

F. – *Longueur de la période de qualification*⁵³

Jusqu'en 1969, le taux applicable aux États-Unis aux plus-values à long terme était plafonné à 25%. Le taux d'imposition des plus-values aux États-Unis a souvent varié. De 1952 à 1978, la moitié du gain était exclu du revenu taxable. Si le taux marginal était de 70%, le taux d'imposition de la plus-value était de 35%. En 1978, l'exclusion a été portée à 60%, faisant tomber le taux maximum à 28% (70% x 40% = 28%). En 1981, le président Reagan a abaissé le taux marginal d'imposition à 50%, ce qui réduisait le taux applicable aux plus-

⁵² D. HANLON et S. PINDER, « Capital gains tax, supply-driven trading and ownership structure : direct evidence of the lock-in effect », *Accounting and Finance*, vol. 53, 2013, p. 419.

⁵³ U.S. Treasury Department, U.S. Internal Revenue Service, Statistics of Income 1959 : Supplemental Report, *Sales of Capital Assets Reported on Individual Income Tax Returns for 1959*, Publication No. 458, U.S. Government Printing Office, Washington, 1962, Table 4, p. 12.

values à 20%. En 1986, le taux a été porté à 28% par l'élimination de l'exclusion des 60% de la plus-value du revenu. En 1997, le taux retomba à 20%.

Le comportement des investisseurs est extrêmement sensible aux réductions d'impôts. Ainsi, aux États-Unis, le Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act de 2003 (JGTRRA) a réduit pour les personnes physiques le taux d'imposition sur les dividendes de 38,6% à 15%. Il a également abaissé le taux applicable aux plus-values des personnes physiques de 20% à 15%. Les effets économiques ont été considérables. La proportion des profits de sociétés distribuant un dividende a considérablement augmenté. La réduction d'impôts a proportionnellement été beaucoup plus forte pour les dividendes que pour les plus-values⁵⁴.

La vente d'actions est dépendante du taux d'imposition des plus-values. Cette multiplication des ventes a un effet qui augmente le revenu total généré par la taxe en dépit de la diminution de son taux⁵⁵. Par ailleurs, une diminution des taux a pour conséquence une diminution du prix des actions vendues en général⁵⁶. Les prix des actions capitalisent donc les impôts sur les plus-values⁵⁷.

Toutefois, l'influence de l'impôt est moindre sur les réalisations d'actions et de fonds d'investissement que sur les obligations et les parts d'actifs détenus dans les affaires⁵⁸.

L'existence d'un taux préférentiel suscite bien entendu la tentation de transformer du revenu ordinaire en gain en capital⁵⁹. Galbraith écrit même : « Avec un peu de subtilité, l'homme qui est déjà riche peut d'habitude prendre son revenu sous la forme de gains en capital et limiter sa taxation à 25% de son revenu »⁶⁰.

⁵⁴ J.L. BLOUIN, J.S. RAEDY et D.A. SHACKELFORD, « Dividends, Share Repurchases and Tax Clienteles : Evidence from the 2003 Reductions in Shareholder Taxes », *The Accounting Rev.*, vol. 86, n° 3, 2011, p. 887.

⁵⁵ M. FELDSTEIN, J. SLEMROD et S. YITZHAKI, « The Effects of Taxation on the Selling of Corporate Stock and the Realization of Capital Gains », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 94, 1980, p. 777.

⁵⁶ D.A. SHACKELFORD, « Stock Market Reaction to Capital Gains Tax Changes : Empirical Evidence from the 1997 and 1998 Tax Acts », in *Tax Policy and the Economy*, J.M. POTERBAS (éd.), vol. 14, 2000, Cambridge, MA, National Bureau of Economics Research and MIT Press ; M.H. LANG et D.A. SHACKELFORD, « Capitalization of capital gains taxes : evidence from stock price reactions to the 1997 rate reduction », *Journal of Public Economics*, vol. 76, 2000, p. 69.

⁵⁷ T. SINAI et J. GYOURKO, « The asset price incidence of capital gains taxes : evidence from the Taxpayer Relief Act of 1997 and publicly-traded real estate firms », *Journal of Public Economics*, vol. 88, 2004, p. 1543.

⁵⁸ T. DOROD, R. MCCLELLAND et A. MUTHITACHIERVEN, « Heterogeneity in the Tax Responses of Personal Capital Gains Realizations », *National Tax Journal*, vol. 65 (4), 2012, p. 827.

⁵⁹ Rapport d'un comité présidé par J.E. MEADE et G.A. UWEN, *The Structure and Reform of Direct Taxation*, The Institute of Fiscal Studies, 1978, p. 57 ; J. SLEMROD, et J. BALAKA, *Taxing Ourselves, A Citizen's Guide to the Great Debate over Tax Reform*, The MIT Press, 1996, p. 241 ; A. DERSIN, *Fiscalité des plus-values d'entreprise*, Bruxelles, éd. U.L.B., 1975, p. 223.

⁶⁰ J.K. GALBRAITH, *The Affluent Society*, Londres, Penguin Books, 1958, p. 78, trad. libre.

La durée de possession n'entre pas dans la formule de l'effet d'immobilisation dû au double taux :

$$G_2 = G_1 \frac{(1 - t_1)}{(1 - t_2)}$$

Si certaines influences sont concevables, elles sont trop diffuses pour être formulées ou s'annulent l'une l'autre. Le prix et l'intérêt sont deux facteurs possibles. D'une part, plus longue est la période de possession requise, plus il est difficile d'estimer le prix auquel s'opérerait une vente à long terme, et plus le risque est grand d'une baisse de prix. Une période plus longue découragerait la rétention et diminuerait l'effet d'immobilisation.

D'autre part, plus longue est la période de rétention, plus longtemps l'investisseur a l'usage de son capital entier. En conservant son bien, il gagne l'intérêt sur le montant de l'impôt qu'il payerait. Une période de qualification plus longue encouragerait par là l'effet d'immobilisation. Mais, même si la période légale est plus courte, rien ne l'empêche de conserver son bien plus longtemps.

Un allongement de la période de qualification multiplierait donc l'effet d'immobilisation en termes du nombre de ventes différées, mais sans en modifier la nature. Dans la mesure où il y aurait eu immobilisation due à la dualité des taux, elle se prolongerait un an au lieu de six mois, ou deux ans au lieu d'un, sans plus. Au terme de cette période, l'investisseur reconsidère sa situation.

G. – *Exemption des gains « monétaires »*

Parmi les facteurs qui expliquent les variations à long terme de la valeur des titres, les dividendes, les mises en réserve, les accroissements de productivité jouent un rôle important. Mais le facteur qui, individuellement, exerce la plus grande influence reste le niveau général des prix. Il engendre des gains et des pertes « monétaires », à distinguer des gains et pertes « réels », affectant seuls le pouvoir d'achat du détenteur de biens capitaux. Pour éliminer les premiers et ne taxer que les seconds, on a proposé l'usage de coefficients correcteurs⁶¹.

Lors de chaque exercice fiscal, un jeu de coefficients serait calculé en divisant l'indice des prix moyen de l'année par celui de chaque année antérieure. Du prix de réalisation des biens vendus pendant l'exercice, le vendeur déduirait, pour calculer son gain ou sa perte, le coût originaire du bien multiplié par

⁶¹ C.W. CLOE, « Capital Gains and the Changing Price Level », *National Tax Journal*, vol. 5, n° 3, septembre 1952, pp. 207-217.

le coefficient correspondant à l'année d'acquisition. Cette différence exprimerait le gain ou la perte en capital en euros de l'année : seul le gain ou la perte « réel » serait soumis alors au régime fiscal en vigueur.

Du prix d'achat réévalué sont déduits les amortissements admis, à leur valeur comptable.

La logique du système voudrait qu'en période de baisse des prix, un coefficient inférieur soit appliqué au coût du bien, augmentant par là le gain imposable, ou réduisant la perte déductible. Il arrivera qu'un gain soit substitué à une perte et vice versa. Si le pourcentage de baisse des prix est plus grand que le pourcentage de perte, celle-ci devient gain. Si le pourcentage de hausse des prix dépasse le pourcentage de gain, ce dernier devient perte.

L'emploi d'un coefficient déflateur atténue l'effet déstabilisateur que la taxation des gains et la déduction des pertes exercent sur le marché.

L'introduction du système de correction diminue donc les gains et les pertes monétaires réalisés respectivement en période de hausse et de baisse des prix. La taxe normalement diminue les quantités offertes quand les gains dominent et la déduction les augmente quand les pertes dominent. La correction renverse ce mouvement dans la mesure où les gains résultent de l'inflation et les pertes de la déflation.

Si la situation inverse se présentait, cela ne poserait pas de problème. Un gain en période de baisse des prix serait plus lourdement taxé, mais la capacité contributive serait plus grande. Une perte en période d'inflation serait plus détaxée, mais la perte réelle serait en fait plus grande que la perte monétaire. L'impôt tomberait toujours davantage sur les gains réels exprimés en pouvoir d'achat⁶².

Les adversaires de ce système qui, adopté dans certains pays, ne le fut jamais aux États-Unis, objectent que le régime fiscal en général ne protège pas les contribuables de l'inflation, mais profite des hausses inflationnistes du revenu. Pourquoi dès lors faire un sort spécial aux actionnaires qui sont déjà mieux protégés contre l'érosion monétaire ? On pourrait utiliser comme base fiscale le revenu réel au lieu du revenu monétaire, mais une adoption partielle de ce principe ne se justifie pas⁶³.

Quant aux variations de prix provoquées par les mouvements du taux d'intérêt, Pigou proposa de tenir compte de la position occupée par l'année

⁶² *Ibid.*, pp. 211-215.

⁶³ A.C. PIGOU, *A Study of Public Finance*, op. cit., p. 161.

d'achat et l'année de vente dans le cycle du crédit⁶⁴. La fixation de coefficients exacts serait ici encore plus malaisée.

H. – *Limites à la déduction des pertes*

L'effet de mobilisation résultant de la déductibilité des pertes a été à l'origine de systèmes applicables aux seules pertes, en dehors du régime des gains. Leur but est simple : limiter la déductibilité des pertes de façon à restreindre la tendance à accélérer la réalisation des biens dépréciés⁶⁵. Supposons qu'un individu jouisse d'un revenu constant de x par an. Il possède aussi deux groupes de biens de capital : sur les premiers apparaît chaque année un gain de x, sur les seconds une perte de x. S'il réalise ses pertes chaque année et diffère la réalisation de ses gains, par exemple, pendant cinq ans, il annule son revenu chaque année. À la fin des cinq ans, il est taxé sur 5x. Il a différé l'imposition et gagné l'intérêt sur la taxe pendant cinq ans. Par contre, dans une structure d'impôt progressive, sa taxe sur 5x sera plus élevée que n'aurait été la somme de cinq taxes sur x.

Une réponse à cette pratique consiste à autoriser la déduction des pertes des seuls gains, non du revenu ordinaire. Le contribuable est obligé de réaliser au moins assez de gains pour profiter de ses pertes. Mais la corrélation entre gains et pertes pour un même individu est faible, surtout à un moment donné : l'un a des gains, l'autre des pertes. Le premier retarde l'impôt, le second ne peut déduire ses pertes. Pour une même personne, gains ou pertes dominent selon les années et les phases du cycle économique. Si le contribuable ne peut « enjamber » un ou plusieurs exercices, sa déduction restera inutilisée en pratique.

Deux corrections peuvent être apportées au système : autoriser en outre la déduction des pertes d'un montant limité de revenu ordinaire ; en autoriser le report à d'autres exercices. Plus le plafond annuel de la déductibilité est élevé, plus la période de report peut être courte. Une période plus ou moins équivalente au cycle économique annulerait les gains et pertes d'origine cyclique.

⁶⁴ G.F. BREAK, « On the Deductibility of Capital Losses under the Income Tax », *op. cit.*, pp. 214-219 ; A.R. ILERSIC, *The Taxation of Capital Gains*, *op. cit.*, pp. 57-61 ; U.S. Treasury Department, « Federal tax treatment of capital gains and losses : a Treasury Tax study », *op. cit.*, pp. 59-69 ; L.H. SELTZER, *The National and Tax Treatment of Capital Gains and Losses*, *op. cit.*, pp. 312-313.

⁶⁵ G.F. BREAK, « On the Deductibility of Capital Losses under the Income Tax », *op. cit.*, pp. 214-219 ; A.R. ILERSIC, *The Taxation of Capital Gains*, *op. cit.*, pp. 57-61 ; U.S. Treasury Department, « Federal tax treatment of capital gains and losses : a Treasury Tax study », *op. cit.*, pp. 59-69 ; L.H. SELTZER, *The National and Tax Treatment of Capital Gains and Losses*, *op. cit.*, pp. 312-313.

Seule la perte nette provoquée par d'autres raisons serait absorbée par le revenu ordinaire, à concurrence du plafond annuel pendant la période de report.

Un report en arrière augmente la liquidité immédiate de l'investisseur : une portion des impôts antérieurement payés lui est remboursée. L'effet en capital lui permet de revenir au marché avec une demande accrue. Le report en avant l'encourage à réinvestir dans la mesure où il pourra réaliser des gains en franchise d'impôts à concurrence de la perte reportée.

Conclusions

La pratique fiscale révèle donc un large éventail de systèmes applicables aux gains et aux pertes en capital, allant de leur inclusion pure et simple dans la base de l'impôt sur le revenu à leur exemption totale de ce dernier. La construction théorique permet d'en concevoir d'autres ou d'aménager avec plus de rigueur ceux qui existent : ainsi, la taxation des accroissements d'actif et la déductibilité des moins-values dès leur apparition, sans attendre la réalisation, sont une solution logiquement séduisante, mais qui se révèle pratiquement irréalisable.

Au demeurant, deux questions avaient été posées. L'une, théorique : les gains et pertes en capital participent-ils, par leur nature, du revenu imposable ? L'autre, de politique fiscale : quelle qu'en soit la nature, ne convient-il pas de leur réserver un traitement spécial, en fonction de leur position-clé dans un système économique fondé sur l'échange et le profit ? Rappelons brièvement les réponses à chacune de ces questions et examinons comment les régimes fiscaux envisagés s'y insèrent.

La théorie de la source et la théorie du bilan aboutissaient à des conceptions opposées du revenu. Pour la première, le revenu était le produit récurrent d'une source stable : le gain en capital irrégulier et imprévu, n'y entraînait pas. Pour la seconde, toute addition au patrimoine emportait revenu, qu'elle soit le fruit du travail ou de la propriété, ou simplement une augmentation de valeur de cette dernière. Une autre école voyait le revenu sous l'angle de la dépense plutôt que sous celui de la recette : la portion des rentrées courantes ou des gains en capital qui sert à couvrir des dépenses de consommation est un revenu. Selon la définition choisie, les plus-values entraient dans le revenu imposable ou échappaient à la taxation. De plus, la fréquence et le mode de réalisation des gains en capital s'étaient grandement modifiés entre le début de ces controverses, vers 1831, et l'époque de maturité des impôts sur le revenu, vers 1930.

Si on aborde le problème en partant non plus de la notion de revenu, mais de celle de gain en capital, d'autres difficultés théoriques apparaissent. Un gain « pur » apporte sans doute à l'individu un supplément de satisfaction ou d'utilité analogue à celui d'une hausse de salaire ou de dividende, et décroissant de même ; ou encore, en termes graphiques, il le place sur une courbe d'indifférence plus élevée. Mais lorsqu'il s'agit de gains dus en partie à une hausse du niveau des prix ou à une baisse du taux d'intérêt, il faut en éliminer l'élément d'inflation illusoire du capital, qui ne représente pas un gain réel.

Il apparaît difficile de déterminer au seul examen des concepts si les gains et pertes en capital sont ou ne sont pas des éléments positifs ou négatifs du revenu imposable. On se place dès lors sur un terrain plus solide, celui des effets spécifiques qu'aurait sur l'activité économique leur inclusion dans l'assiette de l'impôt. De nombreux auteurs ont examiné les effets généraux de l'impôt sur le revenu sur l'incitation à travailler ou à investir, sur les prix ou sur le cycle économique. L'application de cet impôt aux plus-values devait avoir des conséquences supplémentaires. Comme un impôt direct, une *capital gains tax* frappe une personne, non une transaction, et tient compte de sa capacité contributive, non du seul montant reçu. Cependant, comme un impôt indirect, elle est levée à l'occasion d'une transaction et constitue de ce fait une *self-imposed tax*, à moins, comme le veulent les partisans de l'imposition la plus extensive, qu'elle ne frappe même les gains non réalisés.

On a examiné les effets que la taxe, telle qu'elle est généralement appliquée, exerce sur le marché des biens capitaux : lors de la réalisation des biens, elle frappe la différence entre le prix de vente et le coût, soit aux taux ordinaires de l'impôt sur le revenu, soit à un taux proportionnel de faveur. La perspective d'un impôt détourne le vendeur qui réaliserait des biens appréciés ; la déductibilité des pertes l'encourage, au contraire, à liquider des biens dépréciés. Cependant, on a vu que l'existence d'un placement alternatif offrant un rendement légèrement plus élevé que l'investissement ancien suffisait à supprimer l'« effet d'immobilisation ».

Les effets d'immobilisation et de mobilisation entraînent à leur tour un effet de déstabilisation. Le vendeur exigera de son bien apprécié un prix plus élevé à cause de la taxe, provoquant ainsi une raréfaction de l'offre en période de hausse. En période de baisse, au contraire, le subside qu'il reçoit lui permet de diminuer son prix bien qu'il vende à perte. Les hausses et baisses de prix sont ainsi accentuées par une influence fiscale. Toutefois, un raisonnement analogue au précédent montre que, dans le premier cas, il n'augmentera son prix que si le rendement alternatif offert est insuffisant ; que, dans le second, il ne le dimi-

nuera que si son subside ne risque pas d'être neutralisé par une taxe future. Les effets de la taxe et de la déduction sur les prix des biens capitaux apparaissent donc de loin inférieurs, en montant, à la valeur de cette taxe ou de cette déduction même.

Parmi les systèmes de taxation envisagés, seules les deux propositions extrêmes, qui correspondent aux deux conceptions théoriques opposées, suppriment totalement l'effet d'immobilisation et ses conséquences. L'exemption des gains et la non-déductibilité des pertes, en accord avec la théorie de la source, permettent de réaliser les biens sans aucune arrière-pensée fiscale. Si, au contraire, comme le veut la théorie du bilan, la capacité contributive se mesure par un accroissement ou une diminution nette d'actif au cours de l'exercice, les gains et les pertes sont enregistrés en comptabilité fiscale, qu'ils soient réalisés ou non, et le contribuable peut aussi prendre en toute indépendance la décision de vendre ou de conserver ses biens. Le projet de « compte de roulement », autorisant un réinvestissement en franchise d'impôt, rencontre l'idée avancée par Fisher et Kaldor d'une taxation sur la dépense. Il laisse subsister un effet d'immobilisation lors d'un transfert d'actif de l'épargne à la consommation. Si, enfin, l'on applique aux plus-values et aux moins-values des coefficients qui en éliminent la portion due à l'inflation ou à la déflation, un effet résiduaire continuera à jouer à concurrence de la portion « réelle » qui peut être taxée ou déduite. Il en est de même des autres systèmes intermédiaires, tels la répartition des montants à taxer ou à déduire entre plusieurs exercices ou l'application d'un taux réduit, en vue d'éviter l'effet de concentration des gains ou pertes en une année, sous un taux d'impôt progressif : la tendance à reporter ses bénéfices et à réaliser ses déficits subsiste, bien qu'atténuée ; parfois, elle est indifférenciée dans le temps, lorsqu'un taux plus bas s'applique aux biens conservés plus longtemps.

L'imposition des plus-values est génératrice d'inefficience économique. Certains estiment que seule la suppression de cette imposition serait une véritable contribution à la croissance économique à long terme. D'autres estiment qu'il existe un taux optimal d'imposition des plus-values, prenant en considération le coût économique du taux, mais également l'avantage de la génération de revenus pour le gouvernement⁶⁶. Ce taux serait d'environ 15%.

Le choix d'un système dépend donc de l'effet d'immobilisation jugé tolérable, mesuré, par exemple, en termes d'augmentation de rendement alternatif nécessaire pour le neutraliser. En supposant que, pour des gains et des pertes

⁶⁶ *Cutting Capital Gains Tax Rates: The Right Policy for the 21st Century*, August 1999, Joint Economic Committee Staff Report, Office of the Chairman, Connie Mack, <http://jec.senate.gov>, pp. 10-11.

compris entre 1 et x%, l'effet d'immobilisation puisse être réduit à une moyenne de y% par différents systèmes, il faut, pour opérer un choix, tenir compte également de facteurs autres que les considérations de marché exposées ici. Si l'inflation a été forte, l'exemption des gains monétaires sera préférée. Si la politique fiscale veut favoriser les acquisitions durables plutôt que la spéculation, un taux plus avantageux s'appliquera aux gains à long terme. Lorsque l'impôt général sur le revenu atteint des taux progressifs très élevés, le taux applicable aux gains et pertes doit s'apprécier en tenant compte de celui qui est applicable aux autres revenus et du rendement net d'impôts qu'on peut tirer d'autres activités : l'effet d'immobilisation « comparé » pourrait être de loin inférieur à l'effet « absolu ». S'il s'indique de favoriser l'investissement en biens capitaux, pour provoquer – ou stimuler – la croissance, la loi exemptera les gains de capital, soit intégralement, soit à condition qu'ils soient réinvestis. La *capital gains tax* est la branche la plus cyclique de l'impôt sur le revenu : elle est d'un rapport élevé en période de prospérité et de hausse des prix, mais, en dépression, alors que l'impôt sur le revenu ne peut, au pire, que s'annuler, elle peut devenir une taxe négative si la déduction des pertes absorbe d'autres revenus. Si la protection des ressources du trésor est essentielle, la déductibilité des pertes sera limitée. Le régime fiscal des gains et des pertes en capital apparaît donc comme un outil essentiel de la politique économique moderne : par ses effets sur l'investissement, sur les prix et sur les recettes de l'impôt, il affecte le fonctionnement même de l'économie du marché.

Comme toute œuvre économique moderne, celle-ci est à la mesure de nos gouvernants, selon les paroles d'espoir de notre maître, le professeur Dupriez, « L'intervention humaine est arrivée au point où, appuyée sur une doctrine de la conjoncture, elle peut viser les évolutions générales de l'économie »⁶⁷.

⁶⁷ L.H. DUPRIEZ, *Des mouvements économiques généraux*, Louvain, Institut de recherches économiques et sociales, 1947 et E. NAUWELAERS, Louvain, t. II, 1951, p. 554.

