



UNIVERSITE CATHOLIQUE DE LOUVAIN

LOUVAIN SCHOOL OF MANAGEMENT

INCIDENCES DE LA DEDUCTION POUR CAPITAL A RISQUE SUR
LA STRUCTURE DU CAPITAL DES PME DU SECTEUR IMMOBILIER

Promoteur : Marcel GERARD

Mémoire-recherche présenté par
KANGALA Chirhi Bi

en vue de l'obtention du titre de
Master en Sciences de gestion

ANNEE ACADEMIQUE 2014-2015

Je tiens particulièrement à remercier mon promoteur, Monsieur M. Gérard pour les conseils qu'il m'a donné lors de la réalisation de ce mémoire. Je le remercie pour le temps qu'il m'a accordé, pour son écoute et son attention.

Je voudrais également remercier mon maître de stage, Madame S. Leclercq pour ses conseils et pour les informations qu'elle a partagé avec moi et qui m'ont été très utiles tout au long de ce travail.

Je remercie Monsieur A. Bitat, l'assistant du cours d'économétrie à l'Université Saint Louis, pour sa relecture et pour son aide dans l'utilisation du logiciel Stata.

Enfin je remercie tous mes proches pour leurs encouragements et soutiens tout au long de mes études et pendant la réalisation de ce mémoire.

TABLE DES MATIERES

INTRODUCTION 1

PARTIE 1. LA STRUCTURE DU CAPITAL DES ENTREPRISES 4

1. LE FINANCEMENT DES ENTREPRISES.....	4
1.1. Généralités	4
1.2. Les différentes sources de financement	7
1.2.1. Le financement par fonds empruntés	7
1.2.1.1. L'emprunt bancaire	7
1.2.1.2. L'emprunt obligataire	12
1.2.2. Le financement par fonds propres	13
1.2.2.1. Les capitaux propres	15
1.2.2.2. Les quasi fonds propres	19
2. LES THEORIES DE LA STRUCTURE DU CAPITAL.....	20
2.1. La neutralité du choix de la structure de financement : Modigliani & Miller	20
2.2. Trade-Off Theory	22
2.3. Pecking Order Theory.....	23
3. UNE DIFFERENCE DE TRAITEMENT FISCAL SELON LE MODE DE FINANCEMENT.....	25
3.1. Déductibilité des intérêts d'emprunt.....	25
3.2. Taxation des bénéfices distribués (Dividendes).....	28
3.3. Taxation des bénéfices mis en réserves.....	33

PARTIE 2. LA DEDUCTION FISCALE POUR CAPITAL A RISQUE36

1. Allowance for Corporate Equity	36
1.1. Description	36

1.2. Exemples de système ACE en Europe	37
1.2.1. L'ACE Croate	37
1.2.2. L'ACE Italien	40
1.3. Exemples de système ACE hors Europe	41
1.3.1. L'ACE Brésilien	41
2. LA DEDUCTION FISCALE POUR CAPITAL A RISQUE EN BELGIQUE.....	41
2.1. Description	41
2.2. Calcul de la déduction	44
PARTIE 3. ANALYSE EMPIRIQUE.....	52
1. DEFINITION DE LA PROBLEMATIQUE	52
2. SYNTHESE DES ANALYSES ANTERIEURES	52
2.1. L'effet de la déduction d'intérêts notionnels sur la politique de financement des PME	52
2.2. Mécanismes par lesquels la déduction d'intérêts notionnels influence la structure du capital des PME	56
3. METHODOLOGIE.....	59
3.1. Echantillon.....	59
3.2. Spécification du modèle économétrique et des variables.....	64
3.2.1. Modèle de régression	64
3.2.2. Variables	65
3.2.2.1. La variable dépendante	65
3.2.2.2. Les variables indépendantes.....	65
3.2.3. Méthode d'analyse empirique	72
4. RESULTATS DE L'ANALYSE	76

CONCLUSION	80
BIBLIOGRAPHIE.....	82
ANNEXES	96

INTRODUCTION

Il est de notoriété publique qu'il existe une relation étroite entre la finance et la fiscalité. Selon Alain Couret (2002), ces deux disciplines ne sont pas autonomes et doivent de ce fait souvent être appréhendées ensemble.

La norme fiscale s'impose même aux activités des entreprises et influence leurs décisions d'investissement par ses différents effets sur les taux de rentabilité, sur les opportunités d'investissement et sur le coût d'usage du capital (Dammak, S., 2006, p. 18).

Les gestionnaires des entreprises dans leur quête de maximisation de la valeur de la firme sont donc amenés à prendre certaines décisions financières importantes uniquement sur base de considérations fiscales. C'est le cas par exemple des décisions à prendre sur la localisation de l'entreprise, sa forme, le type et le moment des transactions qu'elle effectue (Princen, S., 2011).

Le paramètre fiscal est un paramètre stratégique qui ne peut être ignoré par les entreprises car s'adapter rapidement aux évolutions fiscales et, surtout, savoir les anticiper constitue un avantage compétitif non négligeable (Aujean, M., 2014, p 5). Il ne s'agit donc plus de considérer la fiscalité comme une simple charge à subir mais bien comme un paramètre à gérer.

Il existe actuellement une abondance de littérature financière tant théorique qu'empirique sur l'impact de la fiscalité sur le financement des entreprises mais la majeure partie de ces recherches sont essentiellement anglo-saxonnes. Peu d'entre elles s'intéressent à la structure financière des entreprises européennes (Dammak, S., 2006, p5).

Le concept de fiscalité est très large mais dans ce mémoire il réfère à l'imposition des bénéfices. L'objectif recherché est de mettre en évidence les incidences de la fiscalité belge sur les décisions financières des entreprises, en particulier l'impact de la déduction pour capital à risque sur la structure de financement des PME belges du secteur de l'immobilier.

Aujourd'hui, la fiscalité sur les sociétés fait l'objet de multiples débats aussi bien du point de vue technique, qu'idéologique. La déduction des intérêts notionnels a particulièrement suscité beaucoup de critique à cause de son impact insuffisant sur l'économie productive belge (Colmant, B., 2012, p1).

Afin d'étudier les effets de cette mesure entrée en vigueur à l'exercice d'imposition 2007 (revenus 2006), sur les PME du secteur immobilier belge, une analyse empirique sera réalisée pour la période entre 2005 et 2007 pour mettre en évidence les incidences sur le court terme. La question principale à laquelle cette analyse essaiera de répondre est de savoir si pendant la période analysée il y a eu une modification dans les choix du mode de financement des entreprises étudiées.

Pour ne pas avoir des résultats biaisés par les conséquences de la crise financière qui a sévit au cours de l'année 2008, il a semblé judicieux de se limiter à l'année 2007.

Et afin de s'assurer que les résultats obtenus sont bien en lien avec la déduction pour capital à risque, nous les avons comparés avec un échantillon de PME allemandes du même secteur qui ne bénéficient pas de cette déduction.

Dans un premier temps, je souhaitais dans ce mémoire analyser l'impact de la déduction du capital à risque sur les décisions d'affectation du résultat des PME Belges, mais les données nécessaires à cette analyse ne m'ont pas été accessibles. C'est pourquoi, j'ai concentré mon analyse sur l'impact de la déduction pour capital à risque sur la structure du capital des entreprises en partant de l'hypothèse que cette déduction nécessite un recours important aux capitaux propres, qui impliquent dans la plupart des cas une distribution de dividendes aux apporteurs de fonds.

La première partie de ce mémoire porte essentiellement sur la structure du capital des entreprises. Dans cette partie, nous allons voir les différents modes de financement qui se présentent aux entreprises, ensuite, nous exposerons les différentes théories financières qui traitent du choix de la structure du capital des entreprises, et enfin, nous présenterons les différences de traitement que rencontrent les différents modes de financement du point de vue fiscal. Différences qui ont été à la base de l'instauration de la déduction fiscale pour capital à risque.

La deuxième partie se concentre sur cette déduction pour capital à risque en développant ses origines et son application dans différents pays autres que la Belgique, ses particularités dans chacun de ses pays, et les raisons de son introduction Belgique.

Enfin la troisième partie de ce mémoire portera sur l'analyse à proprement parlé de l'impact qu'a eu la déduction pour capital à risque sur la structure du capital des PME belges du secteur de l'immobilier dans la première année de son introduction. Il sera réalisé une comparaison avec les PME allemandes dans la même période pour faire ressortir, ou non, une tendance dans la structure du capital des PME belges.

PARTIE 1. LA STRUCTURE DU CAPITAL DES ENTREPRISES

1. LE FINANCEMENT DES ENTREPRISES

1.1. Généralités

Une société a constamment besoin de financement. Pour débiter son activité et remplir les obligations financières auxquelles elle est liée lors de sa constitution, mais également pour investir dans le développement de ses activités.

La structure de financement est un élément central de la théorie financière. Le choix du mode de financement est par conséquent une décision importante pour l'efficacité de la société et dépend non seulement de paramètres propres à l'entreprise mais aussi de considérations fiscales.

La problématique de la structure du capital relève d'une double logique à savoir, celle de la politique financière et celle de la théorie financière. Selon Van Caillie (1998), cette problématique a historiquement connu trois approches majeures. L'approche classique, l'approche néo-classique et la théorie moderne de la firme.

L'approche classique consistait à ne retenir comme déterminant de la structure financière que le seul effet de levier financier qui est le phénomène qui, en raison du recours à l'endettement, amplifie la rentabilité des fonds propres (Colot, O., Croquet, M., Pozniak, L., 2010, p 4). Dans cette approche, la maximisation de la richesse des actionnaires représente l'objectif ultime de la firme et la maximisation de la valeur de la firme revient à minimiser coût moyen pondéré du capital.

La réflexion théorique néo-classique portant sur la structure financière des entreprises quant à elle, trouve ses origines dans les travaux de Modigliani et Miller (1958, 1963). Dans un premier temps, le modèle découlant de ces travaux démontrait le principe de neutralité de la structure financière dans un monde parfait. Ce modèle a suscité de nombreuses critiques notamment en ce qui concerne son non "applicabilité".

Ces critiques ont été prises en compte dans un second modèle qui a introduit l'existence d'un impôt sur les bénéfices des sociétés.

Depuis lors, plusieurs études théoriques ayant pour but d'améliorer ces modèles sont nées et ont formé la théorie moderne de la firme.

Certaines de ces études mettent en évidence l'existence d'un ratio cible d'endettement qui permet d'optimiser la valeur marchande de l'entreprise (Stiglitz, 1969 ; Baxter, 1967 ; Kraus & Litzenberger, 1973 ; Kim, 1978), et d'autres mettent en évidence l'existence théorique d'une structure optimale de capital (Jensen & Meckling, 1976 ; Myers & Majluf 1984).

Sur base des théories financières, plusieurs études empiriques ont également vu le jour afin de mettre en lumière les différents facteurs qui influencent la prise de décision financière au sein des entreprises (Colot, O., Croquet, M., 2007, p3).

La théorie financière laisse entendre qu'il existe de nombreux arbitrages possibles entre les différents modes de financement mais en réalité, le choix du mode de financement est souvent limité par les caractéristiques propres aux entreprises et les risques qu'elles représentent aux yeux des apporteurs de fonds.

Il est par exemple plus difficile pour les PME d'accéder à un financement par emprunt que pour les grandes entreprises d'après les conclusions de deux enquêtes menées par le Centre de connaissances du financement des PME (CeFiP, 2013) et par le SPF Economie (SPF Economie, 2012) sur l'accès des PME aux crédits bancaires en Belgique. De plus, les normes Bâle II implantées en Belgique à la fin de l'année 2006 exigent que les institutions financières qui octroient des crédits à des emprunteurs à risque réservent par sécurité des fonds propres supplémentaires. Cette exigence rend l'emprunt encore plus difficile pour les PME (Szafran, D., 2006).

Le climat économique peut également avoir une influence importante sur le choix du mode de financement des entreprises. Nous avons par exemple vu, depuis la crise financière et économique de 2008, s'installer une crise de confiance sur les marchés financiers qui a atténué le goût du risque des investisseurs et durci l'accès au financement.

Timmermans et Wilmots (2013) avancent que les pouvoirs publics ont une grande influence sur la création d'un environnement permettant l'accès au financement. Cette vision est partagée par Poutziouris et al. (1999, p8) pour qui la responsabilité du gouvernement est de

créer un environnement fiscal et législatif propice à l'entrepreneuriat en encourageant les start-ups et les investissements nécessaires à la survie et à une croissance durable des sociétés.

La Belgique semble avoir suivi ces recommandations car l'Etat fédéral belge a voté la loi dite de financement pour les PME le 21 décembre 2013. Cette loi a pour but de créer un cadre spécifique pour les prêts aux petites entreprises afin de réglementer la relation contractuelle entre le prêteur et le contractant, facilitant ainsi l'accès des PME au financement (SBA, 2015).

Chittenden et al. (1998) et Michaelas et al. (1999) quant à eux, suggèrent d'encourager l'investissement en offrant des incitants fiscaux qui permettent le maintien des bénéfices dans la société (Van Campenhout, G., et Van Caneghem, T., 2011, p 2). Là aussi la Belgique semble appliquer cette suggestion car, comme nous allons le voir, elle a introduit en 2006 le principe de déduction fiscale pour capital à risque qui est un incitant fiscal qui encourage les entreprises à maintenir leurs bénéfices afin d'augmenter la base de calcul de cette déduction.

La recherche d'une structure de financement optimale conduit dans la plupart des cas à privilégier les sources de financement les moins coûteuses (Molay, E., 2005, p155).

On distingue principalement deux sources de financement qui se reflètent dans les comptes annuels des entreprises. Le financement par fonds propres, d'une part, et le financement par fonds empruntés d'autre part. L'entreprise peut également choisir un financement « mixte » résultant d'une complémentarité entre les fonds propres et fonds empruntés.

La proportion relative de dettes, de fonds propres et d'autres sources de financement utilisées par l'entreprise constitue sa structure financière ou sa structure du capital et une bonne structure financière est un corollaire de la stratégie financière de l'entreprise (Timmermans, P., et Wilmots, H., 2013).

1.2. Les différentes sources de financement

1.2.1. Le financement par fonds empruntés

Le financement par fonds empruntés consiste à mettre des fonds à disposition de l'entreprise pour une durée et à un taux d'intérêt convenu dans un contrat de prêt.

Il s'agit du mode de financement le plus utilisé par les entreprises en général mais par les PME en particulier.

Contrairement à un actionnaire dont le paiement du dividende dépend d'une décision de l'assemblée générale, le prêteur lui, peut exiger le paiement de l'intérêt convenu de même que le remboursement du principal une fois les diverses échéances atteintes (De Moor, N., 2014 p1).

Dans une approche dite conservatrice, l'entreprise va principalement financer ses activités par des fonds empruntés à long terme afin de ne jamais rencontrer de problème de liquidité. Cependant, cette stratégie entraîne un rendement plus faible sur les fonds propres.

L'approche, dite agressive privilégie un financement par des emprunts court terme ce qui n'est pas une bonne chose pour la rentabilité de l'entreprise (Timmermans, P., et Wilmots, H., 2013).

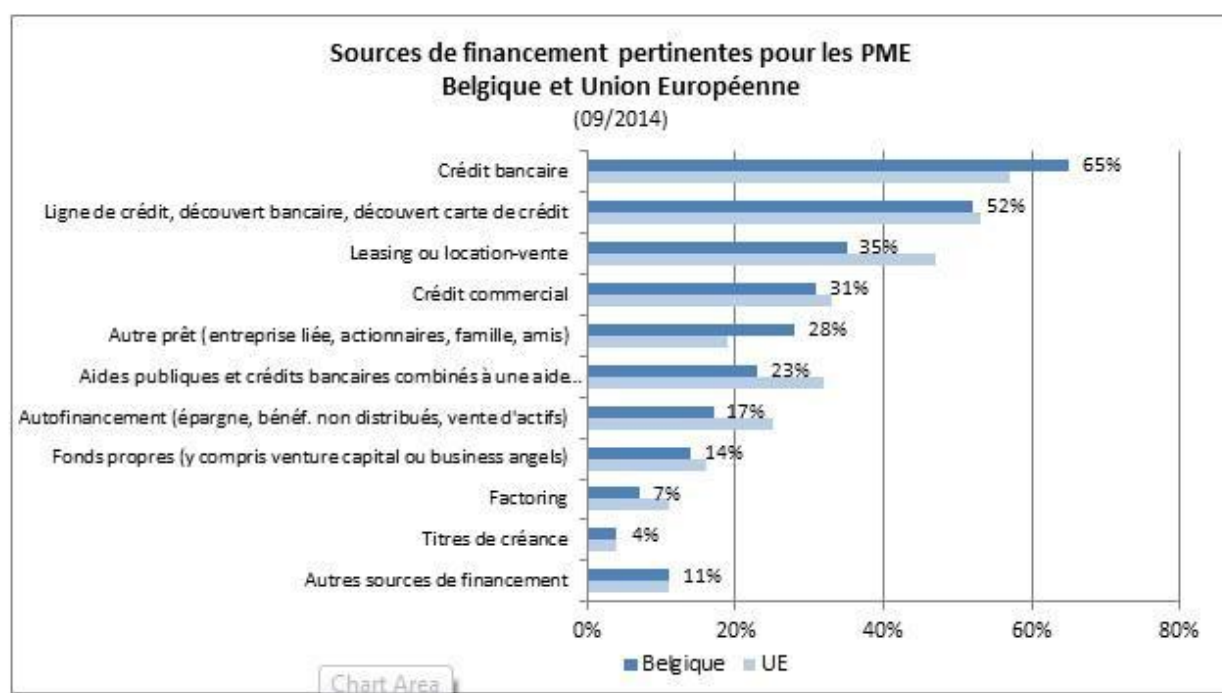
Il existe différents types d'emprunt mais les plus répandus sont l'emprunt bancaire et l'emprunt obligataire.

1.2.1.1. L'emprunt bancaire

Historiquement, on constate que la plupart des entreprises européennes, qui cherchent à financer un projet, vont le plus souvent faire appel à un établissement de crédit qui fixe le taux d'intérêt selon la perception du risque de l'emprunteur.

Le financement par emprunt bancaire est la source principale du financement des PME comme le montre ce graphique issu d'une étude sur le financement des PME réalisé par la région bruxelloise.

Graphique n°1: Sources de financement pertinentes pour les PME belges et européennes



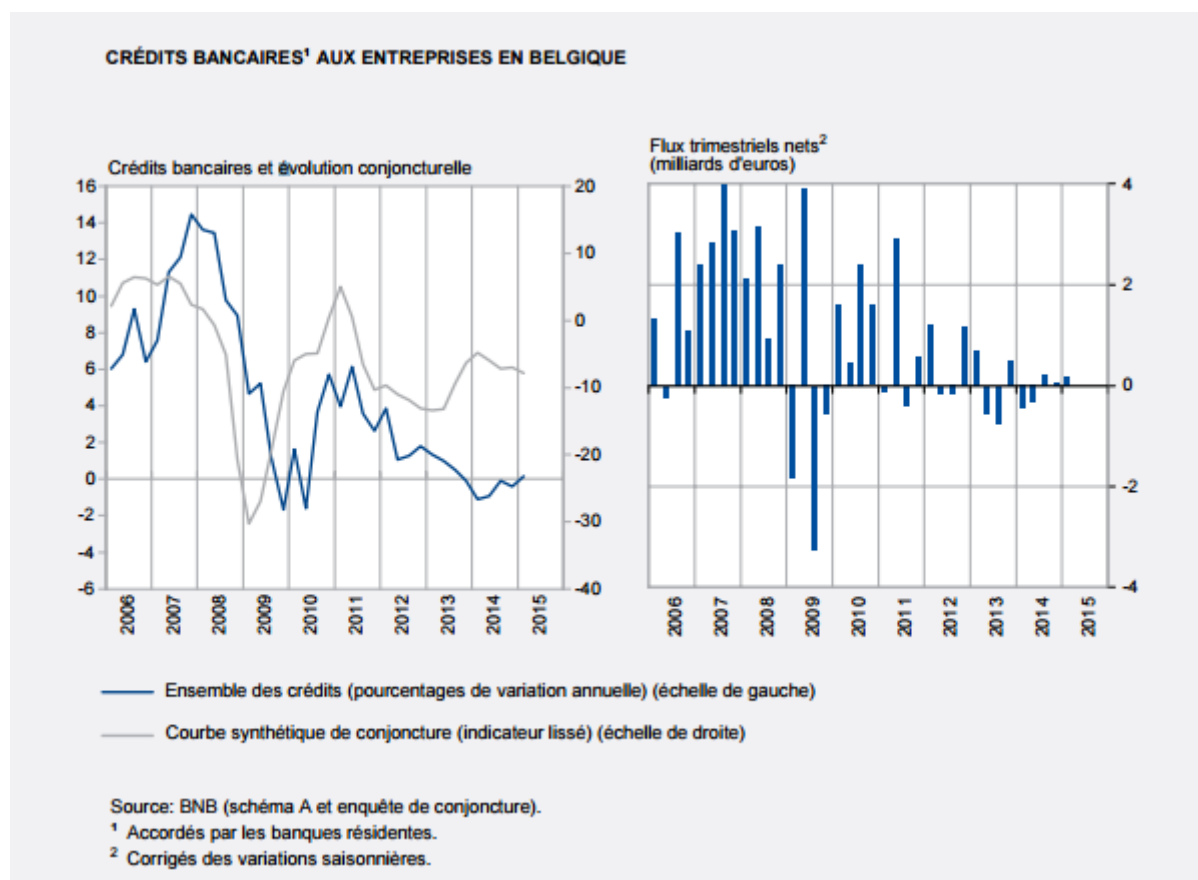
Source: Laurent, M., 2015, Entreprendre à Bruxelles

On voit qu'en 2014, le financement par crédit bancaire représentait presque $\frac{3}{4}$ des sources de financement pertinentes pour les PME belges.

Le droit belge ne comprend aucune loi régissant l'octroi de crédit aux entreprises. Seul le contrat conclu entre la société et son banquier fait naître l'opération de crédit et lie légalement les deux parties (Timmermans, T., et Wilmots, H., 2013).

Selon, la Banque Nationale de Belgique, l'octroi de crédit aux entreprises par les banques résidentes en Belgique s'est stabilisé ces dernières années. Une des raisons évoquées est l'assouplissement des critères d'octroi de crédit des quatre grandes banques belges tant vis-à-vis des grandes entreprises que des PME.

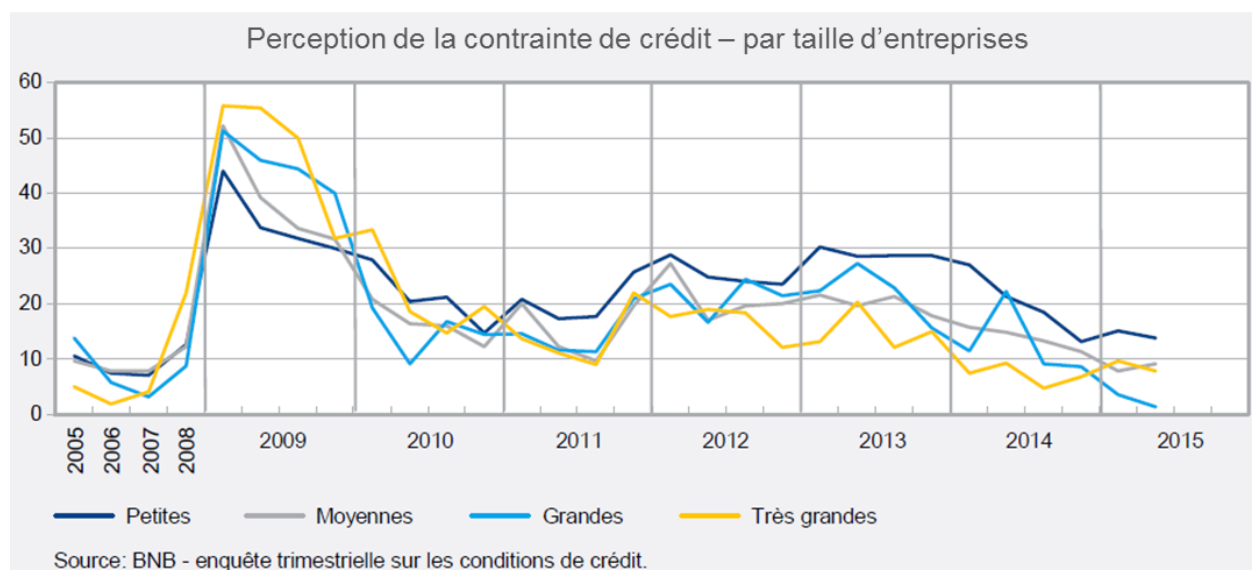
Graphique n°2: L'octroi de crédit aux entreprises en Belgique



Source: Banque Nationale Belge, 2015

Les entreprises belges ont elles aussi estimé en 2015 que l'accès au financement bancaire est positif. Le graphique ci-dessous montre une diminution de la perception de la contrainte de crédit des entreprises belges les dix dernières années. On constate en effet une réduction progressive de cette perception après le pic rencontré en 2008 et qui était causé par la crise financière et économique mondiale.

Graphique n° 3: Perception de la contrainte de crédit des entreprises belges

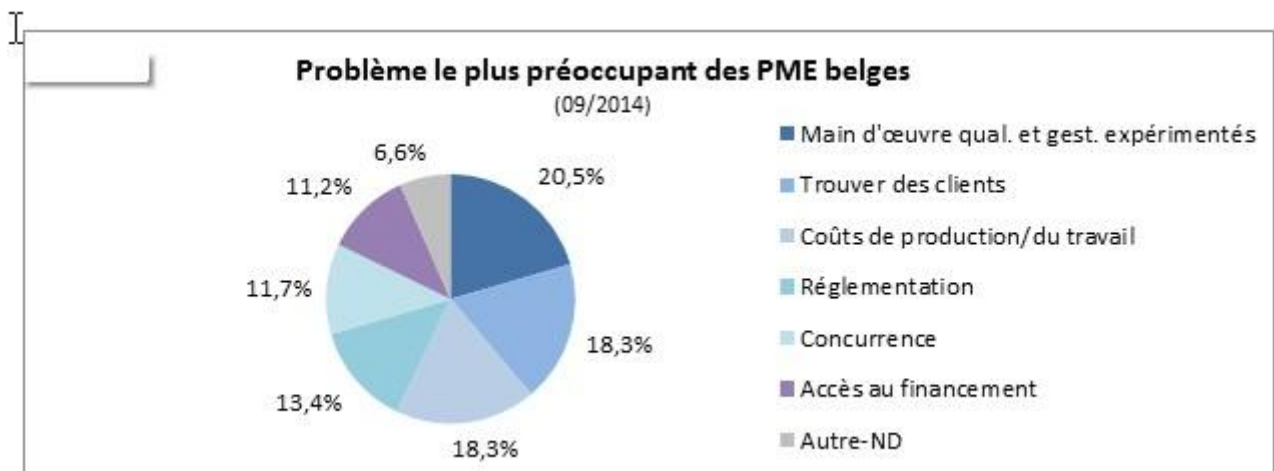


Source: Banque Nationale Belge, 2015

De manière générale, la Belgique se classe au-dessus de la moyenne européenne en ce qui concerne la facilité d'accès au financement par crédit bancaire. C'est du moins ce qui ressort de la 12ème édition de la Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area (SAFE) de la Banque centrale européenne (BCE). La SAFE a pour objectif de faire le point sur la situation financière, les besoins financiers et l'accès au financement des PME dans la zone euro et d'établir une comparaison avec les grandes entreprises (FE (a), 2015).

L'accès au financement reste toutefois le problème le plus préoccupant pour une PME belge sur dix. A l'échelle européenne, l'accès au financement est un problème prédominant pour près de 15% des PME.

Graphique n° 4: Les préoccupations principales des PME belges



Source: Laurent, M., 2015, Entreprendre à Bruxelles

Si l'emprunt bancaire est tant privilégié, c'est parce qu'il présente quelques avantages non négligeables.

Premièrement, il peut être utilisé lorsque l'entreprise souhaite obtenir des montants relativement modestes sans s'exposer à la dilution de son capital.

Deuxièmement, si l'entreprise n'est pas très connue, elle peut offrir des informations privées à l'établissement de crédit, informations qui vont aider à la fois, à la fixation du prix du crédit et à l'évaluation du prêt, sans s'inquiéter quant à une possible divulgation de ces informations auprès de concurrents.

Troisièmement, en plus de la possibilité de proposer aux entreprises des emprunts de long terme mais aussi de court terme, les banques offrent aussi davantage de flexibilité face aux besoins financiers non anticipés ou saisonniers (Damodaran, A., 2006, p661).

Et enfin, quatrièmement, l'avantage le plus important est la possibilité de déduire les intérêts payés sur l'emprunt de la base imposable en tant que dépenses professionnelles.

Cependant, il n'y a pas que des avantages à l'utilisation de ce type d'emprunt. Les principales contraintes liées à ce mode de financement sont que les entreprises qui en font appel doivent verser des cash-flows et garantir le prêteur avec des droits prioritaires si l'entreprise se trouve dans une situation financière difficile (Damodaran, A., 2006, p660).

1.2.1.2. *L'emprunt obligataire*

Une alternative, souvent utilisée par les entreprises, est l'émission d'obligations.

Une obligation est un titre de créance émise par une entreprise ou par l'Etat pour emprunter des fonds sur les marchés. Il en existe plusieurs sortes permettant de répondre à la fois aux besoins des émetteurs et aux attentes des investisseurs:

- **Les obligations à taux fixe:** il s'agit d'obligations dites "classiques". Elles versent un intérêt sous forme de coupon dont le montant est fixé lors de l'émission. La périodicité des versements des coupons est également fixée lors de l'émission des obligations.
- **Les obligations à taux variables:** Il s'agit d'obligations dont le coupon n'est pas fixé
- **Les obligations zéro-coupon:** Il s'agit d'obligations qui n'offrent aucun coupon durant toute leur durée de vie, mais les coupons, non versés sont capitalisés et versés entièrement à l'échéance des obligations.
- **Les obligations indexées:** Il s'agit d'obligations dont le principal et les intérêts sont indexés sur l'inflation
- **Les obligations convertibles:** Il s'agit d'une obligation à taux fixe qui peut être convertie en action(s). le prix de la conversion est fixé au moment de l'émission de l'obligation.

(Euronext, 2015)

- **Les obligations perpétuelles:** Ce sont des obligations qui n'ont pas d'échéance. On les assimile à des dettes subordonnées. Cela signifie qu'en cas de faillite, le

remboursement de ces obligations est subordonné aux remboursements des dettes dites “seniors”.

(Moneystore, 2012)

Le financement par obligation est essentiellement utilisé par les grandes entreprises cotées. Il présente plusieurs avantages qui le distinguent de l’endettement bancaire.

Le premier avantage est que les obligations apportent des conditions de financement plus favorables que l’emprunt bancaire car le risque de crédit est partagé sur le marché financier par un grand nombre d’investisseur.

Le second avantage est que l’émission d’obligations permet à l’émetteur d’ajouter certaines caractéristiques à la dette ce qu’il ne peut pas faire dans le cas d’un emprunt bancaire. Un exemple de caractéristique souvent ajoutée à l’émission d’obligation est la possibilité de convertir l’obligation en un nombre prédéterminé d’actions ordinaires ou avoir d’autres options attachées à elle. L’avantage pour la société émettrice est de se financer à moindre coût. Cependant, si le droit de souscription porte sur des actions de la société qui a émis l’emprunt, cet avantage aura pour contrepartie un appauvrissement relatif des autres actionnaires (CNC 139-8).

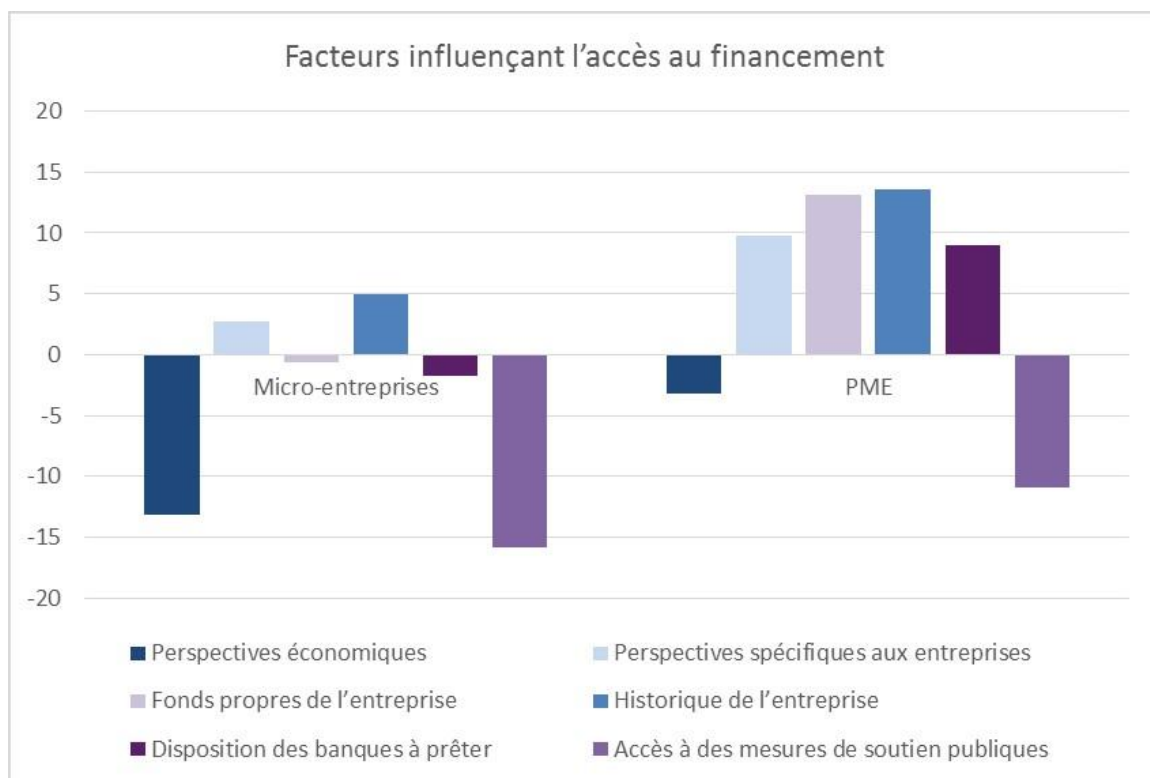
1.2.2. Le financement par fonds propres

Les fonds propres représentent l’ensemble des ressources financières mises à la disposition de la société de façon durable. Le financement par fonds propres est de ce fait la forme de financement la plus stable utilisée lors de la création d’une entreprise car il permet de renforcer la structure du bilan et de garantir la solvabilité de l’entreprise.

On utilise souvent les fonds propres comme levier de négociation pour le financement par fonds empruntés. Une règle économique stipule en effet qu’une entreprise doit idéalement financer une partie de ses investissements par fonds propres car ils permettent de renseigner les prêteurs sur la santé financière de l’entreprise.

Selon Knight (1921), dans un environnement incertain, comme celui qu'on connaît depuis la crise financière de 2008, il est plus difficile pour une entreprise d'obtenir la confiance des prêteurs si elle dispose d'un montant faible de capitaux propres. Cela est également démontré dans une enquête réalisée par la SAFE de la BCE qui met en évidence un lien positif entre autres, entre les apports en capitaux propres des entreprises et la disposition des banques à octroyer des crédits.

Graphique n°5: Facteurs qui influencent l'accès au financement



Source: SAFE, 2015

La théorie financière stipule que dans la relation entre risque et rendement, on a que plus le risque est élevé, plus le profit sera important. Cette relation entre risque et rendement permet d'englober dans une même approche les fonctions financières et protectrices du risque des fonds propres. Les fonds propres de l'entreprise matérialisent cette prise de risque (Mouriaux, F., Foulcher-Darwish, S., 2006, p100). En effet, étant donné que les fonds propres sont soumis aux risques de l'entreprise, ils sont qualifiés de « capital à risque » (De Moor, N., 2014 p1). Le recours à ces capitaux « risqués » apparaît comme la solution idéale

pour financer un projet d'investissement risqué tel que la création d'une nouvelle société ou encore le lancement d'un nouveau projet (Schier, G., 2006 p 1). Cependant, d'après une enquête sur la problématique de l'accès des entreprises au capital à risque réalisée par Febelfin, qui est la Fédération belge du secteur financier, les entreprises belges n'ont pas toujours un accès facile au marché du capital à risque. Même si l'offre de capitaux risqués est suffisant en terme de volume, elle est aussi très fragmentée (FE (b), 2015).

Le financement par fonds propres a connu une nette augmentation en 2006, surtout pour les PME, grâce notamment à une baisse du coût de financement par actions par rapport à l'endettement et l'introduction de la déduction fiscale pour capital à risque qui ont rendu ce mode de financement plus attractif qu'auparavant en Belgique (Deville, X., 2013, p.105). La PME belge moyenne choisira en premier lieu de financer son exploitation, sa croissance et ses investissements par le recours à ses fonds propres plutôt qu'à des fonds empruntés difficiles d'accès pour elle (Lekime, E., 2014).

Les fonds propres regroupent, les capitaux propres et les autres fonds propres.

1.2.2.1. Les capitaux propres

Les capitaux propres sont les ressources stables de l'entreprise. La question de leur niveau souhaitable se pose dès lors qu'on aborde les questions de mesure du risque de crédit ou du choix de la structure de financement optimale (Mouriaux, F., Foulcher-Darwish, S., 2006).

Du point de vue comptable, ils comprennent en plus du capital social, les primes d'émissions, les plus-values de réévaluation, les réserves, le bénéfice reporté et les subsides en capital. Ils peuvent donc résulter soit d'un apport en capital soit de bénéfices qui ne sont pas distribués par la société et sont vus comme la fraction du total du bilan dont l'entreprise n'est pas redevable vis-à-vis des tiers.

✓ LE CAPITAL SOCIAL

Le capital social désigne les ressources apportées par les actionnaires au moment de la création ou d'une augmentation de capital de l'entreprise. Il s'agit d'une notion juridique qui

ne tient pas compte d'éventuel bénéfice que la société va réaliser lors de son développement.

Les fonds propres résultant d'apport en capital supposent une distribution de dividendes qui sont remises aux apporteurs de fonds. Les émissions d'action représentent une source de financement importante pour les entreprises en Belgique en particulier pour les sociétés financières (Baugnet, V., Wuyts, G., 2006).

Les actions sont rémunérées par des dividendes dont l'importance est fonction du résultat de la société. Les décisions relatives à la distribution ou non des dividendes ou de remboursement des actionnaires de leurs mises sont prises par l'assemblée générale des actionnaires de la société.

Selon Robichek et Myers (1965), les objectifs de la firme doivent être centrés sur les actionnaires et toutes les décisions financières prise par elle doivent contribuer à maximiser leurs richesses. La politique de dividende est donc une décision très importante pour les entreprises qui se financent par fonds propres. Aussi importante que celle de la structure du capital.

Distribuer aura un impact sur le niveau des fonds propres en le réduisant ou du moins en ralentissant son accroissement mais aussi sur les disponibilités.

✓ LES PRIMES D'EMISSION

Une prime d'émission est définie comme la différence entre le prix d'émission d'une nouvelle action et le montant de la part originale du capital social. Elle a pour but d'accorder la valeur des nouvelles actions ou parts à la valeur des anciennes actions ou part en attribuant aux anciennes actions ou parts, une valeur correcte au moment d'une augmentation de capital (Van den Dorpe, M., 1999).

✓ LES PLUS-VALUES DE RÉÉVALUATION

Il s'agit de plus-values non réalisées, exprimées dans les comptes d'immobilisations corporelles et financières. C'est la différence entre la valeur d'acquisition réelle et la valeur d'acquisition présente dans les comptes de l'entreprise.

En droit comptable belge, la plus-value exprimée qui résulte de la réévaluation d'immobilisation corporelle doit être portée au passif du bilan et y être maintenue aussi longtemps que l'immobilisation à laquelle elle se rapporte n'est pas réalisée. Cette plus-value peut cependant être transférée aux réserves à concurrence du montant des amortissements actés sur elle ou bien être incorporée au capital (Marlière, M., 2014).

Sur le plan fiscal, une réévaluation exprimée est exonérée de l'impôt des sociétés aussi longtemps qu'elle est comptabilisée et maintenue à un ou plusieurs comptes distincts du passif et qu'elle ne sert pas de base à la dotation annuelle à la réserve légale ou la rémunération ou encore à une attribution quelconque. C'est ce qu'on appelle la « condition d'intangibilité » (Van Kerchove, W., 2013).

✓ LES RESERVES

Les bénéfices non distribués qui sont maintenus obligatoirement ou volontairement dans le patrimoine de la société constituent les réserves. On distingue trois types de réserves:

- La réserve légale
- Les réserves réglementées
- Les autres réserves

✓ LE BÉNÉFICE REPORTÉ

L'assemblée générale peut décider de ne pas affecter une partie des bénéfices mais de reporter cette décision à une réunion future. Le bénéfice reporté est composé du solde des bénéfices antérieurs, qui n'a pas été distribué, ni porté en réserve et du bénéfice de l'exercice qui n'est pas affecté.

✓ LES SUBSIDES EN CAPITAL

La notion de subside en capital n'est pas clairement définie dans le Code des Sociétés mais selon la commission des normes comptables, il y a lieu d'entendre par la notion de subside, une intervention des pouvoirs publics sans compensation monétaire en considération d'investissement en immobilisation. Par pouvoirs publics, la commission désigne l'Etat, les régions, provinces, les communes et les établissements publics. Les subsides en capital sont davantage assimilés à des produits perçus d'avance plutôt qu'à des fonds propres ou des dettes mais du point de vue comptable, elles font partie des capitaux propres de l'entreprise.

Il ne faut pas confondre les actifs de l'entreprise et ses capitaux propres. Les capitaux propres et les dettes de l'entreprise financent les achats d'actifs. Les actifs sont les seuls éléments ayant de la valeur pour une entreprise. On ne peut donc pas considérer les capitaux propres comme une vraie richesse pour l'entreprise (EduBourse, 2012).

Juridiquement, les capitaux propres sont considérés comme des biens passifs car ils expriment des obligations patrimoniales de l'entreprise à l'égard de ses propriétaires directs ou indirects alors qu'économiquement, ils représentent la part des emplois financée par des ressources autres que des dettes c'est-à-dire des ressources propres à l'entreprise (Causin, E., 2002, p590).

Depuis 2006, on a enregistré une croissance soutenue des capitaux propres des sociétés belges. Cette croissance a concerné aussi bien les PME que les grandes entreprises. Elle est surtout marquée pour les sociétés de financement qui déposent leurs comptes annuels auprès de la Centrale des bilans (Burggraeve, K., Jeanfils, Ph., Van Cauter, K., Van Meensel, L., 2008).

On pourrait penser qu'il existe une loi universelle, dans le contexte de globalisation, à laquelle chaque entreprise est soumise et qui permettrait de comprendre l'utilité des capitaux propres. Cependant, ce n'est pas le cas. Même dans une zone économique fortement intégrée comme l'Union européenne car il existe des facteurs spécifiques de

différentiation des capitaux propres pour chaque pays telle que la taille, les facteurs institutionnels, l'accès au financement... (Mouriaux, F., Foulcher-Darwish, S., 2006).

1.2.2.2. *Les quasis fonds propres*

Les quasis fonds propres sont souvent qualifiés d'emprunts subordonnés ou de financement mezzanine. Ils sont en fait des ressources financières qui présentent des caractéristiques les rapprochant à la fois des instruments de capitaux et des instruments de dettes.

Les instruments financiers auxquels on se réfère sous ce terme sont:

- les emprunts subordonnés:
- les obligations convertibles:
- les emprunts mezzanines:
- les emprunts participatifs
- les comptes courants d'associés

(Timmermans, P., Wilmots, H., 2013).

Il s'agit le plus souvent de prêts qui en cas de mise en liquidation de la société ne seront remboursés qu'après indemnisation de tous les autres créanciers ce qui offre une plus grande sécurité que les emprunts ordinaires et fait que ces prêts sont considérés comme des fonds propres (Guide du créateur d'entreprise).

On peut donc les considérer comme une forme hybride de fonds propres et de fonds de tiers car il combine les caractéristiques des fonds propres et des fonds empruntés. En effet, il est d'une part soumis aux mêmes risques que le capital apporté par les actionnaires et est par conséquent indemnisé par un rendement comparable à celui attendu par les actionnaires et d'autre part, il s'agit d'un crédit auquel s'appliquent des intérêts et un plan d'amortissement comme pour tout autre emprunt (Debrabander, K., 2012).

2. LES THEORIES DE LA STRUCTURE DU CAPITAL DES ENTREPRISES

La modélisation de la décision d'investissement a connu de nombreuses évolutions dans la recherche en finance. La variable fiscale a progressivement été intégrée dans l'élaboration des modèles d'investissement (Dammak, S., 2006). Désormais, plusieurs études s'intéressent à l'incidence des incitants fiscaux sur l'investissement. C'est le cas par exemple des travaux de Dammon et Senbet (1988), Auerbach et Hassett (1992), Hassett et Hubbard (1996), Chirinko (2000) et Thomas et al (2003). Un cadre conceptuel établi par Scoles et Wolfson (1992) permet entre autres d'intégrer la variable fiscale dans les décisions d'investissement et de financement des entreprises et tente d'expliquer le rôle de la fiscalité en comptabilité et en finance.

Stiglitz (1973) résume les conclusions de ces différents travaux en affirmant que les firmes devraient favoriser un financement marginal par endettement et la transmission des profits aux actionnaires devrait s'effectuer sous la forme de plus-values qui sont moins taxées que les dividendes (Bua, M., Girard, P., Pujol, Th., Redondo, P., 1989).

Les différents "courants" de pensée sont exposés ci dessous.

2.1. La neutralité du choix de la structure de financement : Modigliani et Miller

Modigliani et Miller font partie de l'approche néo-classique de la réflexion sur la structure du capital. L'étude qu'ils ont réalisée (1958), sous l'hypothèse de perfection des marchés financiers, constitue le fondement théorique de la recherche en finance. Elle est la première théorie à être acceptée globalement dans le domaine de la finance d'entreprise, c'est pourquoi elle a considérablement influencé l'évolution de la modélisation de l'investissement (Dammak, S., 2006).

La phase initiale de l'élaboration du modèle de Modigliani-Miller ne prend pas compte des incidences fiscales ni d'un effet de levier de la dette. Le point de départ de leur réflexion est que les entreprises ont un ensemble particulier de flux de trésorerie future et lorsqu'elles choisissent une certaine proportion de dette et de fonds propres pour financer leurs actifs, elles doivent partager ce flux de trésorerie avec différents investisseurs (Murray, Z-F., Vidhan, K-G., 2005).

Proposition 1 de Modigliani-Miller: Dans le cadre de marché de capitaux parfaits, la valeur d'une entreprise est égale à la valeur de marché des flux de trésorerie de ses actifs; cette valeur n'est pas influencée par la structure financière de l'entreprise. (Berk, J., DeMarzo, P., 2011, p. 517)

Selon Modigliani-Miller, la valeur de l'entreprise dépend de ses profits et non de la structure de son capital. En d'autres mots, en l'absence d'impôts et de coûts de transaction, les flux de trésorerie dont bénéficient les apporteurs de fonds (actionnaires et créanciers) sont égaux aux flux de trésorerie générés par les actifs de l'entreprise. C'est ce qu'on appelle " la loi du prix unique".

Cette loi indique que les titres émis par l'entreprise ont une valeur de marché égale à celle de ses actifs. De ce fait, tant que les choix financiers de l'entreprise ne modifient pas les flux de trésorerie de ses actifs, il n'y a pas de raison pour que ceux-ci influencent sa valeur ou le montant des capitaux qu'elle peut lever. On a donc que

$$VCP + VD = VU = VA$$

Avec VCP et VD, les valeurs de marchés respectives des capitaux propres et de la dette de l'entreprise endettée, VU, la valeur de marché de l'entreprise non endettée, et VA, la valeur de marché des actifs de l'entreprise (Berk, J., DeMarzo, P., 2011, p.517-523).

L'étude de Modigliani et Miller (1958) a apporté beaucoup de clarté dans la théorie financière mais elle a également créé beaucoup de controverse quant à son application lorsque ses différentes hypothèses sont levées. Ces controverses ont stimulé la recherche en finance car plusieurs chercheurs ont voulu, confirmer ou contredire les conclusions de Modigliani et Miller.

Jensen et Mekling (1976) ont par exemple montré l'invalidité de la proposition de Modigliani et Miller (1958) en présence d'asymétrie d'information et/ou de coût d'agence causé par les objectifs divergents des gestionnaires et des actionnaires.

En 1963, Modigliani et Miller ont apporté une modification à leur proposition de base en intégrant la variable fiscale à leurs analyses. Selon ce second modèle, la valeur d'une entreprise endettée est égale à la valeur d'une entreprise non endettée majorée de la valeur actuelle de l'économie d'impôt liée à la déductibilité fiscale des intérêts de la dette (LesEchos, 2015). L'endettement n'est donc plus considéré comme étant neutre au vue de l'économie d'impôt résultant de cette déductibilité fiscale des charges financière de l'emprunt. Les entreprises ont dès lors tout intérêt à se financer uniquement par des fonds empruntés (Dammak, S., 2006, p.9).

2.2. Trade-Off-Theory

La théorie de l'arbitrage ou Trade-Off Theory (TOT) est un terme utilisé en finance pour décrire une famille de théorie qui prône l'existence d'un ratio optimal d'endettement dans la structure de financement des entreprises. Ce ratio est calculé en tenant compte des avantages et inconvénients liés au financement par fonds empruntés.

Elle est née de la remise en cause de la thèse de la neutralité de la structure financière. Des auteurs comme Modigliani & Miller (1963), Baxter (1967), Kraus & Litzenberger (1973), Miller (1977), Kim (1978), etc.... ont en effet contribué à enrichir le modèle de Modigliani & Miller (1958) en levant l'hypothèse de marché parfait (Colot, O., Croquet, M., Pozniak, L., 2010, p 4). Selon la TOT, les entreprises préfèrent utiliser le financement par fonds empruntés plutôt que le financement par fonds propres à cause de la déductibilité des intérêts d'emprunts car cet avantage permet d'accroître la valeur de l'entreprise en augmentant le montant de ses revenus après impôt et en réduisant ses coûts.

La structure du capital est donc influencée par des considérations fiscales. Le taux d'endettement cible de cette théorie se situe au niveau de l'écart maximal positif entre l'effet positif sur coût d'agence des fonds propres et l'effet négatif sur coûts d'agence des dettes.

De plus, toujours selon cette théorie, les entreprises ayant une grande rentabilité devraient avoir un plus grand ratio d'endettement car l'emprunt permet de réduire les paiements de taxe puisque de plus grand profit permettent aux entreprises d'opérer plus de déduction (Cornelix, S., Merckx, S., 2008, p 17).

La TOT a été élaborée en deux phases: La phase initiale, aussi appelée le "Trade-off statique" introduit le coût de la faillite dans le modèle de Modigliani et Miller et aboutit à la détermination d'un taux d'endettement optimal (Wanda, R., 2001, p. 3).

La seconde phase, le "Trade-off dynamique" élaborée à la suite des critiques rencontrées par la première, tient compte des coûts d'agences de deux sortes à savoir les coûts d'agence des fonds propres qui sont des dépenses faites par les actionnaires pour réduire les déviations opportunistes des dirigeants et les coûts d'agence des dettes qui sont les dépenses engagées par les créanciers pour discipliner les actionnaires (Wanda, R., 2001, p. 3).

2.3. Pecking Order Theory

La Pecking Order Theory (POT) ou théorie du financement hiérarchisé, a été développée par Myers et Majluf en 1984. Il s'agit d'une théorie qui établit un ordre de préférence dans le choix du mode de financement des entreprises.

Selon cette théorie, il n'existe pas de structure du capital optimale mais les entreprises choisissent le mode de financement qui leur coûte le moins cher et vont de ce fait préférer un financement par fonds internes. C'est uniquement lorsque les fonds internes sont insuffisants qu'elles vont se tourner vers le financement externe le moins cher et le moins restrictif.

Les asymétries informationnelles existantes entre les acteurs internes de l'entreprise et ses acteurs externes ainsi que les problèmes de signalisation qui affectent la demande de financement externe sont les causes principales de la hiérarchisation du choix de mode de financement (Molay, E., 2005, p156). Il y a donc un lien entre la POT et la théorie d'agence. En effet, cette théorie se base sur les asymétries d'information qui existent entre les investisseurs qui ne connaissent pas la valeur réelle des actifs ou des possibilités d'investissement de l'entreprise et les gestionnaires qui détiennent ces informations et agissent dans leurs intérêts et dans ceux des actionnaires existants (Baugnet, V., Wuyts, G., 2006, p42).

La théorie d'agence, elle, est née de la troisième approche de la problématique de la structure de financement dans les années septante avec la levée de l'hypothèse d'information pure et parfaite. Elle a été édictée par Jensen & Meckling (1976) qui remettaient en cause le postulat selon lequel tous les agents économiques poursuivaient le même objectif (Colot, O., Croquet, M., Pozniak, L., 2010, p 5).

Un coût d'agence apparaît lorsqu'il y a un conflit entre différentes parties. Deux types de conflits existent en ce qui concerne le choix du mode de financement : un conflit entre les actionnaires et les gestionnaires et un conflit entre les actionnaires et les créanciers.

Le conflit qui oppose les actionnaires aux gestionnaires est lié au fait que ces derniers agissent dans leurs propres intérêts ce qui peut les mener à faire des choix risqués qui auront des conséquences directes sur les actionnaires. Il existe des moyens économiques, comme par exemple les options sur actions, les systèmes de rémunération, etc., qui permettent de résoudre partiellement ce problème mais l'harmonisation entre les objectifs des gestionnaires et ceux des actionnaires reste imparfaite (Baugnet, V., Wuyts, G., 2006, p42).

Pour ce qui est des conflits entre actionnaires et créanciers, un des problèmes qui peut exister est celui de la substitution des actifs. En effet, quand une firme possède trop de dette en comparaison du montant de ses capitaux propres, les propriétaires peuvent être plus

enclins à effectuer des investissements à risques. Cela vient du fait que les actionnaires bénéficient de pratiquement tous les avantages s'il s'avère que les recettes de ces investissements sont élevées. Dans le cas contraire, ce sont les créanciers qui subissent la plus grande partie des pertes. De plus, le fait d'emprunter des fonds peut exposer l'entreprise à un risque de défaillance et si les revenus générés par l'entreprise sont insuffisants pour rembourser le paiement des intérêts, cette défaillance peut conduire à la perte de contrôle de la firme en faveur des prêteurs et à une éventuelle liquidation.

En outre, au plus l'entreprise a recours à l'emprunt, au plus les tensions entre actionnaires et prêteurs augmentent ce qui entraîne des restrictions plus importantes sur les activités de l'entreprise ainsi que des hausses des taux d'intérêt sur les emprunts futurs (Damodaran, A., 2006, p732).

Enfin, un autre problème intervient lorsque la firme n'a pas assez de liquidité pour faire face aux remboursements des charges liées à ses dettes, mais a des opportunités d'investissement lucratives. Il apparaît alors un surendettement combiné à un sous-investissement (Milgrom, P., Roberts, J., 2013, p241-242).

3. UNE DIFFERENCE DE TRAITEMENT FISCAL SELON LE MODE DE FINANCEMENT

3.1. Déductibilité des intérêts d'emprunt

La législation fiscale belge autorise les entreprises à déduire de leurs revenus imposables les charges professionnelles y compris les frais financiers liés à l'emprunt. Cette déduction est à la base de la discrimination fiscale entre dettes et actifs car elle n'existe pas pour les frais provenant du recours aux fonds propres ce qui fait de la dette un moyen de financement plus attractif fiscalement que le recours aux fonds propres (Damodaran, A., 2006, p727).

Il existe cependant certaines limitations à la déduction des intérêts dont le non-respect peut entraîner soit un rejet des intérêts comme charges professionnelles déductibles soit une requalification des intérêts en dividendes.

Les intérêts ne sont en effet déductibles à titre de frais professionnels que dans la mesure où ils n'excèdent pas un montant correspondant au taux d'intérêt du marché tenant compte du risque lié à l'opération et de la durée du prêt.

Le taux d'intérêt du marché qui est pris en compte est:

- Soit celui qui est pratiqué au moment où l'emprunt commence à produire des intérêts
- Soit celui qui est explicitement prévu dans le contrat d'emprunt

Il est cependant à noter que cette limite, qui implique le rejet de la partie excédentaire des intérêts à titre de frais professionnels et les prive de la déductibilité fiscale, ne s'applique pas aux intérêts sur les obligations émises publiquement ou aux intérêts payés à certains établissements comme les établissements de crédit ou les entreprises d'assurances (Boone, B., 2002)

De plus, la législation prévoit la non déductibilité des intérêts payés ou attribués directement ou indirectement à des personnes bénéficiant d'un régime fiscal favorable à l'étranger (Boone, B., 2002, p2). En effet, depuis le 1^{er} janvier 1997, la législation belge prévoit que les intérêts d'emprunt payés par une société à un bénéficiaire qui n'est pas soumis à un impôt sur les revenus ou qui bénéficie, pour de tels revenus, d'un régime fiscal notablement plus avantageux que celui de la Belgique, ne sont pas déductibles au titre de frais professionnels dans le chef de cette première si le total de ces emprunts dépasse sept fois le total du capital libéré à la fin de la période imposable et des réserves taxées au début de la période imposable de la société qui emprunte.

En d'autres termes, pour que cette règle soit applicable, il faut que la société qui emprunte dépasse, pour les emprunts contractés auprès des bénéficiaires favorablement taxés, un rapport maximal "dette/capitaux propres" fixé à 7/1. Cette règle est destinée à éviter la sous-capitalisation des sociétés et est appelée la "Thin Capitalisation" (Marlière, M., 2014).

Les intérêts payés sur des avances peuvent également être fiscalement requalifiés en dividendes. Par avances on vise "tout prêt d'argent, représenté ou non par des titres, consenti par une personne physique à une société dont elle possède des actions ou parts ou

par une personne (personne physique ou non) à une société dans laquelle elle exerce une fonction de dirigeant d'entreprises...".

Dans le cas d'une avance, les intérêts seront requalifiés en dividendes lorsque l'une de ces limites est dépassée et dans la mesure de ce dépassement:

- Les intérêts dépassent un montant correspondant aux taux pratiqués sur le marché et qui tiennent compte du risque de l'opération
- Le montant total des avances qui produisent les intérêts excède la somme des réserves taxées au début de la période imposable et du capital libéré à la fin de cette période.

La requalification des intérêts en dividende entraîne trois conséquences.

Les intérêts en question ne seront pas déductibles au titre de frais professionnels et seront donc repris dans la base imposable de la société "à moins qu'il s'agisse d'intérêts sur des obligations ou d'autres titres analogues émis par appel public à l'épargne, de prêt d'argent à des sociétés coopératives qui sont agréées par le conseil national de la coopération, ou alors de prêts d'argent consentis par une autre société résidente de la Belgique" (Boone, B., 2002).

Exemple tiré du cours de Marc Marlière 2015

La SA Tedesco a conclu en 2011 les emprunts suivants :

- un emprunt auprès d'une banque belge d'un montant de 80.000 EUR
- un emprunt auprès d'une société non-résidente située dans un paradis fiscal d'un montant de 70.000 EUR

Les intérêts payés (qui correspondent au taux du marché) en 2011 s'élèvent à 4.000€ pour le premier emprunt et à 3.500€ pour le second.

Le capital libéré à la fin de la période imposable s'élève à 6.000 EUR et les réserves taxées au début de la période imposable s'élèvent à un montant négatif de 1.500 EUR.

La partie des intérêts non déductibles provenant de l'emprunt conclu avec la société non résidente située dans le paradis fiscal est de 1.400 EUR (sur les 3.500 EUR payés)

$$1.400 \text{ EUR} = 3.500 \text{ EUR} \times (70.000 - 42.000 \text{ EUR} *) / 70.000 \text{ EUR}$$

* où 42.000 EUR = 6.000 EUR de capital libéré x 7 (le ratio 5/1 n'est applicable qu'à partir du 1er juillet 2012).

Formule pour effectuer le calcul des intérêts non déductibles :

$$R \times EL - 7 \times (CL + RT)EL$$

Où

R = les intérêts relatifs aux emprunts litigieux

EL = le montant total des emprunts litigieux

CL = le capital libéré au terme de la période imposable

RT = les réserves taxées au début de la période imposable (si elles ne sont pas négatives)

(Marlière, M., 2014).

Une entreprise qui verse un intérêt doit, en principe, retenir un précompte mobilier de 25% qu'elle devra verser au fisc. Un précompte mobilier est un impôt retenu sur les revenus d'actions et des revenus des capitaux prêtés.

L'apporteur de fond reçoit donc un intérêt diminué du montant du précompte mobilier.

Il existe cependant différents cas où aucun précompte mobilier n'est pas retenu, et ce de manière inconditionnelle. C'est le cas par exemple lorsqu'un prêt est contracté par une société belge auprès d'une autre société belge ou encore lorsque les intérêts sont payés à des sociétés établies dans un pays tiers avec lequel la Belgique a conclu une convention préventive de la double imposition (Timmermans, p., et Wilmots, H., 2013).

3.2. Taxation des bénéfices distribués (Dividendes)

Une société doit toujours se demander si la distribution de dividendes est intéressante et quelles en seront les conséquences du point de vue fiscal. Une distribution de dividendes réduit le patrimoine de la société et entraîne des conséquences fiscales importantes.

Le droit comptable impose que les comptes annuels soient établis après affectation du résultat ce qui réduit le résultat net dans le cas où l'assemblée générale décide d'une distribution éventuelle de dividendes.

Etant donné que le résultat fiscal est calculé à partir du résultat comptable net, le montant des dividendes distribués est réintégré dans la base de calcul car contrairement à un paiement d'intérêt qui est dû quelque soient les résultats de la société, une distribution de dividende est un mode de répartition des bénéfices de la société et est de ce fait soumis à l'impôt des sociétés. Leur paiement n'entraîne donc aucune déduction fiscale (Boone, B., 2002).

Les dividendes distribués et donc taxés sont :

- ✓ Les dividendes ordinaires, c'est à dire ceux attribués par l'assemblée générale aux actionnaires ou aux associés
- ✓ Les attributions faites à l'occasion d'une acquisition d'actions propres
- ✓ Les attributions faites à l'occasion d'un décès, d'une démission ou d'une exclusion d'un associé
- ✓ Les attributions faites à l'occasion d'un partage total de l'avoir social.

La taxation des dividendes est fondée sur deux faits générateurs.

Premièrement, les dividendes ouvrent lieu à l'impôt des sociétés car ils témoignent d'un accroissement du patrimoine collectif de l'entreprise. En effet, les sociétés ne peuvent augmenter la distribution de leur bénéfice sous forme de dividende que dans la mesure où elles peuvent maintenir cette distribution sur le long terme.

Ensuite, le transfert de ce patrimoine collectif (celui de l'entreprise) vers un patrimoine individuel (celui de l'actionnaire) entraîne une taxation à l'impôt des personnes physiques dans le chef de l'actionnaire car l'impôt supporté par une société est toujours économiquement prélevé sur les actionnaires.

Il y a donc un phénomène de double imposition économique des dividendes (Colmant, B., 2010).

Il existe trois théories permettant d'expliquer l'impact que peut avoir la taxation des dividendes distribués sur l'investissement des entreprises. Il s'agit de la nouvelle théorie, de la théorie traditionnelle et de la théorie de l'absence de l'effet d'impôt.

Selon la nouvelle théorie, les dividendes ne sont remis aux actionnaires qu'après que la société se soit acquittée de toutes ses autres obligations et une taxation de ces dividendes ne va pas affecter l'investissement financé par les bénéfices non répartis. Cependant, elle aura un impact sur le prix des actions. De ce fait, une variation dans la taxation des dividendes peut entraîner des gains ou des pertes non prévus pour les actionnaires (Dammak, S., 2006).

Selon McKenzie (1996), la nouvelle théorie de l'imposition des dividendes explique le "paradoxe des dividendes" qui veut que les entreprises versent des dividendes alors que cette distribution les pénalise fiscalement en prétendant que les dividendes ne sont qu'un moyen de distribution des revenus et n'ont pas de valeur intrinsèque.

La théorie traditionnelle rejoint la nouvelle théorie de l'imposition des dividendes sur l'hypothèse selon laquelle les dividendes sont assortis d'une pénalité fiscale. Cependant, elle explique le paradoxe des dividendes d'une façon différente. Selon elle, les actionnaires accordent beaucoup d'importance à leurs dividendes indépendamment de leur rôle de mécanisme de distribution c'est pourquoi les entreprises cherchent sans cesse un équilibre entre les avantages intrinsèques de la distribution de dividendes et leurs coûts fiscaux.

De plus, contrairement à la théorie nouvelle qui postule qu'il n'y a pas d'effet sur l'investissement lorsque l'on distribue des dividendes, la théorie traditionnelle, elle, voit un effet négatif de la distribution de dividendes sur l'investissement car elle augmente le coût de financement (Dammak, S., 2006).

Pour la théorie de l'absence de l'effet de l'impôt, tout comme la théorie nouvelle, la distribution de dividende n'a aucun effet sur l'investissement et sur le prix des actions.

En analysant l'histoire belge de la fiscalité des dividendes on voit apparaître une oscillation permanente entre une logique économique et une vision juridique selon les dominances idéologiques : libérales ou socialistes. Entre 1919 et 1930, ainsi qu'entre 1962 et 1984, c'est essentiellement la logique économique qui prévalait alors que la logique juridique, elle, était présente entre 1985 et 2005 avant l'introduction en Belgique de la déduction pour capital à risque qui a marqué un retour vers la vision économique (Colmant, B., 2012).

En principe la société distributrice doit retenir un précompte mobilier de 25% sur les dividendes. La distribution d'un dividende en nature ne modifie pas les règles de perception du précompte mobilier et la valeur du dividende imposable correspond à la valeur vénale du bien accordé comme dividende.

Il existe cependant différents cas où une société résidente belge peut, sous certaines conditions, s'abstenir de retenir un précompte mobilier sur les dividendes qu'elle distribue.

C'est le cas lorsque:

- Le bénéficiaire est un épargnant non-résident
- Le bénéficiaire est un fond de placement belge agréé par le Ministre des Finances
- Le bénéficiaire est une société filiale ou société mère d'un Etat membre de l'union européenne autre que la Belgique ou une société mère d'un Etat avec lequel la Belgique a

conclu une convention préventive de la double imposition, à la condition que cette convention ou un quelconque autre accord prévoit l'échange de renseignements.

- Le bénéficiaire est une société résidente

(Darte, D., Noël, Y., 2013, p317-334)

Il y a également une exonération du précompte mobilier en application de la directive mère-filiale pour les sociétés liées. Les filiales peuvent en effet distribuer des dividendes sans précompte mobilier aux sociétés mères établies dans tous les Etats membres de l'Union européenne lorsqu'elles détiennent une participation minimum dans leur capital (Directive (mère-filiale) 90/435/CEE du 23 juillet 1990-refonte par la directive 2011/96/UE du 30 novembre 2011) (Van kerchove, W., 2013, p277-279).

On distingue trois types de dividendes selon la politique de retenue. Un dividende est décrété :

- Brut, quand l'Assemblée Générale a décidé que la société retiendrait à la source l'intégralité du précompte mobilier exigible ;
- Semi-brut, quand elle a décidé que l'on retiendrait à la source qu'une partie de ce précompte et que la société supporterait l'autre partie ;
- Net, quand elle a décidé que la société prendrait en charge l'intégralité du précompte mobilier exigible et ne retiendrait donc rien sur le dividende.

Une autre conséquence fiscale causée par la distribution de dividendes est que la réduction de patrimoine qu'elle entraîne aura pour effet de diminuer l'avantage fiscal d'une déduction pour capital à risque car elle est calculée sur base du patrimoine propre de la société (Gielis, M., 2005).

D'après Auerbach (2001), la distribution de dividendes malgré ses effets fiscaux négatifs peut s'expliquer de deux manières.

La première explication se réfère à la théorie traditionnelle de l'imposition des dividendes selon laquelle les dividendes permettent des économies non fiscales aux actionnaires ce qui permet de compenser la pénalité fiscale qu'ils engendrent. Les entreprises distribuent donc

des dividendes pour bénéficier de ces avantages qui proviennent de plusieurs sources différentes.

En effet, dans un premier temps les dividendes ont un rôle de signal en cas d'asymétries d'information sur les perspectives de l'entreprise car en versant des dividendes, même assortis d'une pénalité fiscale, les dirigeants de l'entreprise montrent aux actionnaires qu'ils sont confiants en ce qui concerne les perspectives de la société.

Ensuite les dividendes permettent d'atténuer le problème d'agence lié aux coûts de surveillance des gestionnaires par les actionnaires.

Et enfin, une distribution de dividendes permet aux actionnaires de planifier leurs consommations.

La seconde explication porte sur la théorie de capitalisation de l'impôt selon laquelle le marché des actions capitalise le paiement de l'impôt lié à la distribution de dividendes ce qui laisse l'investisseur indifférent entre les entreprises qui distribuent et celles qui retiennent leurs bénéfices (Dammak, S., 2006)

3.3. Taxation des bénéfices mis en réserve

Les bénéfices non distribués qui sont maintenus dans le patrimoine de la société constituent les réserves. Ils sont sans cesse modifiés selon que de nouveaux bénéfices viennent s'y ajouter ou que des prélèvements sont effectués.

Il est fait une distinction de ces bénéfices réservés selon qu'ils sont taxés ou exonérés. Seul l'accroissement des réserves est imposable.

Le mouvement des bénéfices réservés imposables constitue la première composante du bénéfice fiscal.

Pour déterminer le montant imposable des réserves, il faut comparer le total des réserves taxées à la fin de l'exercice comptable au total de ces mêmes réserves au début de ce même exercice. Si le total des réserves taxées à la fin de l'année comptable est supérieur au total de ces réserves au début de l'année comptable, il y a accroissement imposable des réserves. Dans le cas contraire il y aura prélèvement sur les réserves. (Van Kerchove, W., 2013, p95)

Les réserves taxées comprennent les réserves apparentes et les réserves occultes:

➤ Les réserves apparentes

Les réserves apparentes sont celles qui apparaissent en tant que telles au passif du bilan à savoir, les réserves légales, les réserves indisponibles, les réserves disponibles et les réserves immunisées, mais également les réserves incorporées au capital et primes d'émission, la quotité imposable des plus-values de réévaluation, le bénéfice reporté ou la perte reportée, les plus-values de réévaluation, les subsides en capital et les provisions (Van Kerchove, W., 2013,p 95).

➤ Les réserves occultes

Les réserves occultes sont, elles, constituées de certains éléments de patrimoine qui ne figurent pas au bilan mais qui sont cependant repris comme des réserves fiscales dans le résultat imposable de la société. Il s'agit des réductions de valeurs, des excédents d'amortissements, des sous-évaluations d'actifs et surestimations du passif (Van Kerchove, W., 2013, p107)

Le mouvement des réserves apparentes recouvre :

- Tous les postes des capitaux propres y compris ceux que la loi ou les statuts ne permettent pas de distribuer (par exemple la réserve légale, la réserve indisponible pour action propre...)
- Les provisions pour impôts différés

Il faut cependant noter que parmi les capitaux propres se retrouvent les apports en espèces ou en nature faits à une société lors de sa constitution ou d'une augmentation de capital. Ces apports qui proviennent d'un financement extérieur à la société se distinguent des réserves qui trouvent en principe leur origine dans les bénéfices nets réservés par l'assemblée générale. Ces apports en nature ou en espèce ne doivent pas être repris dans les mouvements des réserves. De même la prime d'émission qui constitue également un financement extérieur à la société est assimilée à du capital libéré si elle est, dès son origine,

incorporée au capital ou portée à un compte de réserve de sorte qu'elle satisfait à la même condition d'indisponibilité que le capital social. Dans cette hypothèse, elle ne doit pas non plus être reprise dans le mouvement des réserves.

On assimile également à du capital libéré, les sommes reçues en contrepartie de l'émission de parts bénéficiaires émises à partir du 1^e janvier 2005 si les conditions suivantes sont respectées :

- ✓ Etre comptabilisées à un compte indisponible du passif qui, au même titre que le capital social, constitue la garantie des tiers ;
- ✓ Ne peuvent être réduites que par une décision régulière de l'assemblée générale, prise conformément aux dispositions du code des sociétés applicables pour une modification des statuts.

(Darte, D., Noël, Y., 2013, p30)

Les réserves taxées sont donc celles qui participent au résultat imposable de la société.

Les réserves exonérées, contrairement aux réserves taxées, ne sont pas reprises dans le bénéfice fiscal de la société. Cette exonération (totale ou partielle) peut être définitive ou provisoire. Les éléments des bénéfices exonérés sont, les réductions de valeur sur créances commerciales, les provisions pour risques et charges, les plus-values exprimées mais non réalisées, les plus-values réalisées, les réserves d'investissement, les œuvres audiovisuelles agréées Tax Shelter, les bénéfices provenant de l'homologation d'un plan de réorganisation et de la constatation d'un accord amiable et les autres éléments exonérés (Van Kerchove, W., 2013, p135).

PARTIE 2. LA DEDUCTION POUR CAPITAL A RISQUE

1. ALLOWANCE FOR CORPORATE EQUITY

1.1. Description

L'Allowance for Corporate Equity (ACE) est un cas particulier du principe de la neutralité fiscale.

La neutralité d'un système fiscal est définie par sa capacité à collecter des revenus nécessaires aux dépenses de l'Etat sans modifier le comportement économique des agents témoignant ainsi de son efficacité (Mankiw, G., Taylor, M P., 2010).

En Belgique, ce principe ne comporte pas en lui-même de force obligatoire car il s'agit d'un principe politique, mais elle permet d'éviter que la primauté du droit des comptes annuels engendre des effets néfastes pour le contribuable (Lamon, H., et Van Bavel, A., 2013).

Comme nous l'avons montré dans la partie précédente de ce mémoire, il existe une différence de traitement fiscal entre les intérêts et les dividendes ce qui entraîne une préférence pour le financement par fonds empruntés. Cette différence de traitement est présente dans presque tous les systèmes fiscaux mais dans des degrés différents.

Des données récentes montrent qu'en raison de la concurrence internationale pour la fiscalité des entreprises et de la disponibilité accrue des moyens financiers, les effets négatifs causés par cette discrimination entre les modes de financement sont en croissance continue (Moore, N., 2013).

L'ACE est considéré comme une solution pour réduire la discrimination fiscale entre le financement par fonds propres et le financement par fonds empruntés. Elle a été proposée par Devereux et Freeman (1991) et s'inspire de l'Allowance for Corporate Capital de Boadway et Bruce (1984) (Hillenius, N., 2014).

Devreux et Freeman voulaient créer un système qui soit compatible avec les conventions déjà établies mais également facile à mettre en pratique. Ils ont donc créé un système fiscal plus neutre vis-à-vis de la structure de financement des entreprises et permettant à l'ensemble du capital d'avoir droit à une rémunération déductible de la base imposable. Cette déduction est comparable à la déduction opérée sur les intérêts d'emprunt (Klemm, A., 2006).

Le pays qui choisit de mettre en place ce système doit choisir un taux d'intérêt notionnel reflétant le coût du capital des entreprises. Les capitaux propres choisis par le gouvernement comme base du calcul pour la déduction sont multipliés par ce taux d'intérêt pour obtenir un rendement théorique (Hillenius, N., 2014).

En réduisant la distorsion entre fonds propres et fonds empruntés, l'ACE réduit le coût du capital et par là même, augmente l'efficacité économique du pays qui l'applique (Mooij, R., Devereux, M., 2008).

1.2. Exemple de système ACE en Europe

1.2.1. L'ACE croate

La Croatie est l'un des premiers pays à faire l'expérience de l'ACE en 1994 à la suite d'une grande réforme de l'impôt sur les revenus. Cette réforme avait entre autres objectifs d'exempter les dividendes et les revenus des capitaux au niveau de la personne physique.

L'ACE croate se basait sur la valeur comptable des capitaux propres sur lequel un taux d'intérêts notionnels fixé à 5% était appliqué. Ce taux variait avec l'inflation.

Pour avoir la mesure de la déduction, il faut soustraire des capitaux propres de la période dont il est question, les nouveaux apports en capitaux car ils ne reflètent pas les revenus générés par l'entreprise dans la période visée, il faut également ajouter les dividendes payés

et les autres distributions de bénéfices car ils représentent les revenus générés pendant la période appréhendée.

La déduction d'intérêts notionnels pouvait être reportée sur une période de cinq ans si la base taxable était négative.

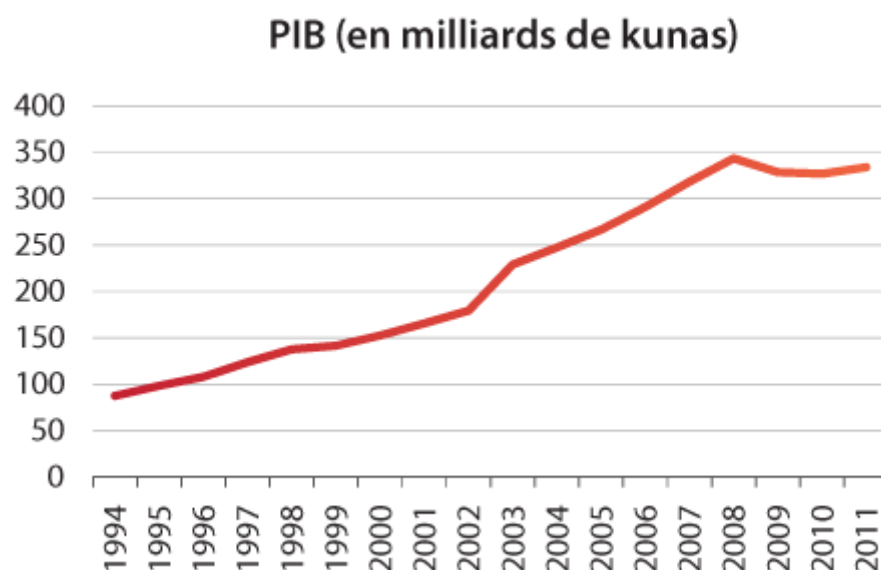
L'ACE croate a été éliminé en 2001 à la suite d'un changement de gouvernement.

En maintenant la déductibilité des intérêts et en permettant la déduction d'un intérêt fictif pour les capitaux propres, ce système a contribué à la neutralité du choix du mode de financement des entreprises croates mais il contribue également à rendre le système fiscal croate plus neutre globalement.

Keen et King (2003) ont étudié empiriquement les caractéristiques de l'ACE croate. Leur étude permet de comprendre la réforme qui a mené la Croatie à adopter l'ACE. Elle explique le son fonctionnement et ses particularités.

Les auteurs ont constaté une augmentation remarquable des revenus en Croatie dans les années qui ont suivies la mise en place de la déduction d'intérêts notionnels comme le montre la figure ci dessous. Cependant, étant donné qu'il y a eu une grande réforme du système fiscal, il est difficile d'attribuer cette augmentation uniquement aux intérêts notionnels.

Graphique n°6: Evolution du PIB croate après l'introduction de l'ACE



Source: Croatie.eu, 2015

Selon Keen et King (2003), pour avoir le résultat escompté par l'ACE, il faut que l'intérêt notionnel soit établi à un bon niveau mais même lorsqu'il est établi à un mauvais niveau, il est toujours préférable à une situation où il n'y a pas d'ACE du tout. La Croatie a fixé le taux des intérêts notionnels à 5%. Selon eux, le choix d'un taux fixé 5% n'est ni un mauvais choix ni un bon car, à cause de la fragmentation du marché financier croate, le taux d'intérêt sans risque qui est normalement le plus approprié, n'était pas une référence fiable.

Plusieurs critiques mettent en évidence le fait que les grandes entreprises, les entreprises publiques et les entreprises anciennement publiques sont favorisées par la déduction d'intérêts notionnels car elles sont surévaluées. En effet, la surévaluation des entreprises entraîne un calcul erroné de l'impôt. Cette erreur n'a pas de conséquence permanente mais elle est une aubaine pour ces entreprises (Hillenius, N., 2014).

1.2.2. L'ACE italien

L'Italie a adopté une variante assez restrictive du système ACE en 1997 appelé “ the Dual Income Tax (DIT)” à la suite d’une grande réforme fiscale. L’objectif de cette réforme était double. Elle visait à la fois une neutralité financière et une diminution du taux effectif d’imposition (Hillenius, N., 2014).

La caractéristique principale du DIT est que les intérêts fictifs ne sont pas déductibles mais bénéficient d’un taux d’imposition réduit pour les bénéfices réinvestis. Ce taux réduit ne peut toutefois pas descendre en dessous de 27 pour cent. C’est pourquoi le système ACE est souvent qualifié de partiel. De plus, dans la version italienne, seuls les capitaux investis après l’introduction de la mesure sont pris en compte (Klemn, A., 2006). De ce fait, le pays cherche à encourager les fonds propres nouveaux afin de désendetter les entreprises. Les entreprises les plus jeunes avaient donc un avantage car leurs capitaux propres représentent la majeure partie de leurs fonds totaux. Après une pression des entreprises plus “anciennes”, le système fut modifié en 1999. Les entreprises individuelles ainsi que les entreprises liées pouvaient alors calculer le rendement normal sur l’ensemble des capitaux.

Le DIT a de nouveau été modifié sous le gouvernement de Mario Monti. Le but étant de lutter contre la crise économique et financière. L’Italie va adopter une nouvelle approche fondée sur l’application d’une déduction notionnelle qui se base cette fois sur l’accroissement des capitaux propres (actions ou réserves) généré depuis le 31 décembre 2010. Cette mesure, adoptée en mars 2011 est rebaptisée ACE (pour Aiuto ala Crescita Economia) et vise à stimuler la croissance à travers une déduction des charges fiscales pesant sur les entreprises et à renforcer leurs structures du capital. Le taux de l’intérêt notionnel est fixé à 3% pour les 3 premières années et l’entreprise peut bénéficier d’un report à l’infini sur les exercices futurs dans le cas où le montant déductible dépasse l’assiette fiscale nette (Aujean, M., 2014).

La déduction est applicable aux sociétés italiennes mais également aux établissements permanents de sociétés étrangères et aux entreprises individuelles.

Si le montant déductible dépasse l'assiette fiscale nette, l'entreprise peut bénéficier d'un report à l'infini sur les exercices futurs (Aujean, M., 2015).

1.3. Exemple de système ACE hors Europe

1.3.1. L'ACE brésilien

Le Brésil a adopté une variante du système ACE en 1996. Dans la version brésilienne, les intérêts notionnels ne peuvent être déduits que s'ils sont payés aux actionnaires. De ce fait, il n'y a pas de coût de transaction. Il n'y a donc pas de déduction pour les bénéfices qui ne sont pas distribués.

De plus, le système ACE brésilien implique que les entreprises qui ont payé des dividendes au-delà des intérêts notionnels pouvaient les déduire de l'ensemble des intérêts notionnels. Cela correspond à n'importe quel autre système ACE mais la différence de la version brésilienne se situe dans le cas des entreprises qui n'ont pas payé assez de dividendes pour atteindre le rendement théorique. Ces entreprises ne vont pas pouvoir déduire leurs dividendes des intérêts notionnels (Hillenius, N., 2014).

Le taux d'intérêt notionnel brésilien est équivalent au taux d'intérêt sur les prêts à long terme. (Klemn, A., 2006). Klemn (2006) a étudié les effets du système ACE Brésilien et est arrivé à la conclusion que ce système n'a pas permis d'atteindre une neutralité entre les différentes sources de financement des investissements car le taux d'intérêt notionnel est trop faible. Par conséquent, il y a toujours une discrimination fiscale en faveur du financement par emprunt (Hillenius, N., 2014).

2. LA DEDUCTION FISCALE POUR CAPITAL A RISQUE EN BELGIQUE

2.1. Description

Le capital à risque est défini dans le Code des impôts sur les revenus 1992 (CIR 92) comme étant le montant des capitaux propres de la société à la fin de la période imposable précédente comme ils figurent dans le bilan.

Le système belge de la fiscalité sur les sociétés est un système “traditionnel” en ce sens qu’il impose les sociétés sur leur bénéfice, définit comme la différence entre leur revenu et les coûts supportés pour générer ces revenus. Ces coûts comprennent les intérêts qu’elle paie en rémunération des emprunts qu’elle contracte pour financer ses activités.

Comme nous l’avons exposé précédemment, la distinction fiscale qui est faite entre les capitaux propres et les dettes est fondée sur un différentiel de taxation contestable avec d’un côté une déductibilité des intérêts d’emprunt et de l’autre une taxation des revenus des capitaux propres, qu’ils soient mis en réserves ou distribués. Cette discrimination fiscale est partiellement réduite par ce qu’on appelle la déduction pour capital à risque ou déduction d’intérêts notionnels.

La déduction des intérêts notionnels est une mesure novatrice en matière de loi fiscale internationale. Instaurée en Belgique par la loi du 22 juin 2005, elle est entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2006 (Exercice d’imposition 2007).

Il s’agit d’un incitant fiscal qui permet à toutes les sociétés soumises à l’impôt des sociétés belges, de déduire de leur revenu imposable un intérêt fictif calculé sur leur fonds propres. Parallèlement, le droit d’enregistrement de 0.5% sur les apports de capitaux a été aboli.

La réduction de la discrimination entraînée par cette déduction pour capital à risque n’est que partielle car la pression fiscale reste encore actuellement plus lourde pour les dividendes que pour les intérêts.

Comme nous l’avons vu précédemment, avant d’être mise en œuvre en Belgique, cette mesure a été proposée dans la littérature économique sous le nom d’Allowance for Corporate Equity (ACE) (Aujean, M., Ceriani, V., Valenduc, C., 2014). La version belge de l’ACE poursuit trois objectifs :

Premièrement, elle vise à renforcer les fonds propres des petites et moyennes entreprises ce qui permet de réduire la discrimination qui existe entre le financement par fonds empruntés et le financement par capitaux risqués mais aussi de réduire le coût relatif des capitaux propres. Cette mesure accorde donc en partie les avantages fiscaux de l’endettement aux

capitaux propres tout en respectant la qualification juridique de ces deux modes de financement.

Le second objectif poursuivi par cette mesure est de rendre la Belgique plus attrayante d'un point de vue fiscal pour les investisseurs étrangers. Cet objectif est atteint selon Bruno Colmant qui écrit dans son blog le 2 novembre 2013 un article ayant pour titre *Sept idées pour l'impôt des sociétés*. Dans cet article il énonce que « de nombreuses entreprises mondiales conservent leurs activités financières et de trésorerie en Belgique grâce aux intérêts notionnels ». La déduction pour capital à risque apporte donc à l'économie un gain d'efficacité car il permet de se rapprocher d'une situation où la décision d'investir n'est plus perturbée par des considérations fiscales. Cependant, cette mesure génère un manque à gagner pour le Trésor qui est d'autant plus important qu'il s'applique à tous les capitaux propres, nouveaux mais aussi antérieurs (Gérard, M., Valenduc, C., 2007).

Et enfin la déduction fiscale pour capital à risque vise à mettre en place un cadre fiscal de droit commun qui reste accueillant pour les centres de coordination (Boeraeve, C., Dewael, Y., Rosoux, R., 2006, p14).

La déduction d'intérêts notionnels en Belgique présente les particularités suivantes:

- ✓ Les intérêts notionnels ne peuvent être déduits d'avantages anormaux ou bénévoles reçus
- ✓ Aucun agrément n'est exigé pour l'application de la déduction et l'exercice d'une activité particulière par la société n'est pas exclu par le régime
- ✓ Il n'y a pas de régime de sous-capitalisation applicable aux fonds propres concernés
- ✓ Il n'y a pas de condition d'investissement ni de condition de maintien du montant dans un compte séparé au bilan de la société
- ✓ il n'y a pas non plus de retenue à la source sur la déduction d'intérêt notionnel

- ✓ Les dividendes distribués grâce au montant de la déduction qualifient pour le bénéfice de la directive EU Mère-Fille et des conventions préventives de double imposition
- ✓ La seule formalité consiste à joindre un formulaire (n° 275 C) à la déclaration fiscale
- ✓ Si la société réalise des bénéfices dans un établissement stable étranger se trouvant dans un pays ayant signé une convention préventive de la double imposition, le montant de la déduction d'intérêts notionnels calculé sur les fonds propres de l'établissement stable étranger ne peut pas venir en déduction de la base imposable belge.

(SPF Finances, 2015)

2.2. Calcul de la déduction

Le législateur exclut une série d'éléments de la base de calcul de la déduction pour capital à risque. Ces exclusions sont de deux types:

- ✓ Des exclusions techniques: Elles permettent d'éviter de doubles avantages fiscaux. Il en existe trois.

Sont exclus:

- ✓ "la valeur fiscale nette à la fin de la période imposable précédente des actions et parts propres des immobilisations financières consistant en participations et autres actions et parts et des actions ou parts émises par des sociétés d'investissement dont les revenus éventuels sont susceptibles d'être déduits des bénéfices en vertu des articles 202 et 203 du CIR". Cette exclusion permet d'éviter des déductions d'intérêts notionnels en cascade dans un groupe de sociétés mais également une combinaison entre déduction d'intérêts notionnels et du régime de revenus définitivement taxés.
- ✓ "La différence positive entre la valeur comptable nette des éléments d'actif des établissements étrangers et le total des éléments de passif qui ne font pas partie des capitaux propres de la société et qui sont imputables à ces établissements" dans le

cas où la société dispose d'un ou de plusieurs établissements à l'étranger, dans un pays avec lequel la Belgique a signé une convention préventive de la double imposition.

- ✓ “La valeur comptable nette d'un ou de plusieurs immeubles, de droits réels sur des immeubles ou de droits personnels portant indirectement sur des immeubles, appartenant à un établissement qui se situe à l'étranger, dans un pays avec lequel la Belgique n'a pas conclu de convention préventive de la double imposition. Il faut retirer de la valeur nette, le montant des dettes et provisions se rapportant à cet immeuble.”
- ✓ Des exclusions anti-abus: elles permettent d'éviter que la mesure ne soit détournée de ses buts de façon abusive. Il en existe également trois. Sont exclu du calcul du capital à risque:
 - “La valeur comptable nette d'actifs corporels, dont les frais éventuels y afférents dépassent de la manière déraisonnable les besoins professionnels”
 - “La valeur comptable des éléments détenus à titre de placement et qui, par leur nature, ne sont normalement pas destinés à produire un revenu périodique imposable.”
 - “La valeur comptable de biens immobiliers ou autres droits réels sur de tels biens dont un dirigeant d'entreprise a l'usage ou la jouissance légale des revenus.

(Collon, F., 2015)

Le capital à risque sur lequel se base le calcul de la déduction d'intérêts notionnels est donc déterminé de la façon suivante :

Fonds propres comptables à la fin de l'exercice précédent auquel on retire :

- La valeur fiscale nette des actions propres
- La valeur fiscale nette des immobilisations financières
- La valeur fiscale nette des sociétés d'investissement RDT

- L'actif net des établissements stables dans un pays disposant d'une convention
 - La valeur nette des biens immobiliers étrangers dans un pays disposant d'une convention
 - La valeur comptable d'actifs dans la mesure où les frais dépassent d'une façon déraisonnable les besoins professionnels
 - La valeur comptable d'investissements sans revenus périodiques imposables
 - La valeur comptable des biens immobiliers ou les droits réels sur ces biens qui sont employés par les dirigeants d'entreprise, leur conjoint ou leurs enfants mineurs
 - Les plus-values de réévaluation (partie non encore amortie)
 - Les subsides en capital (parts nettes)
- +/- prorata des modifications au cours de l'exercice (Van Kerchove, W., FiscalNet, 2005)

La déduction est égale au taux de l'intérêt fictif sur les fonds propres tels qu'ils apparaissent au bilan de la société à la fin de l'exercice comptable précédent. Les augmentations en numéraire et les augmentations par apport en nature ou réductions de capital sont également prises en considération pour le calcul de la déduction. Les fonds propres sont ajustés par l'élimination de certains montants qui donnent les fonds propres corrigés (Daoût, N., 2006).

Le taux sur lequel est calculée la déduction pour capital à risque est égal au taux moyen des obligations linéaires à dix ans émises par l'Etat belge pour la pénultième année avant l'exercice d'imposition. Ce taux ne peut, pour chaque exercice, s'écarter de plus d'un point de pourcentage du taux appliqué au cours de l'exercice d'imposition précédent et ne peut, en outre, jamais être supérieur à 6,5%. Pour les PME, qui ont le choix entre la déduction fiscale pour capital à risque et le régime de la réserve d'investissement immunisée, le taux de déduction est majoré de 0,5 point de pourcentage.

Tableau n°1: Taux de déduction des intérêts notionnels

Exercice d'Imposition	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
PME	3,942%	4,281%	4,807%	4,973%	4,3%	3,925%	3,5%	3,242%	3,13%
Autres	3,442%	3,781%	4,307%	4,473%	3,8%	3,425%	3%	2,742%	2,630%

Source: KPMG, 2010

Exemple 1

Dans cet exemple, on analyse la situation d'une société dont les fonds propres ne doivent pas être corrigés.

Données financières :

- Capital et réserves = 1.000.000€
- Bénéfice net avant impôt = 200.000€
- Pourcentage de déduction pour capital à risque (2007) = 3,442% (3,942% pour PME)
- Taux d'imposition des sociétés = 33,99%

Calcul du capital à risque :

Fonds propres = 1.000.000€

Calcul de la déduction pour capital à risque (DCR) :

<u>Pour une grande entreprise</u>	<u>Pour une PME</u>
DCR = 1.000.000 x 3,442% = 34.420€	DCR = 1.000.000 x 3,942% = 39.420€

Exemple 2

Dans cet exemple, nous prenons le cas d'une entreprise pour laquelle il est nécessaire de soustraire quelques éléments des fonds propres afin de déterminer la déduction pour capital à risque à laquelle elle a droit.

Données financières

- Capital et réserves = 1.000.000€
- Plus-values de réévaluation = 70.000€
- Immobilisations financières = 120.000€
- Actions propres = 30.000€
- Habitation du dirigeant = 300.000€
- Bénéfice net avant impôt = 200.000€
- Pourcentage de déduction pour capital à risque (2007) = 3,442% (3,942% pour PME)
- Taux d'imposition des sociétés = 33,99%

Calcul de la DCR

Fonds propres 1.000.000

- plus-value de réévaluation 70.000

- immobilisations financière 120.000

- actions propres 30.000

- habitation du dirigeant 300.000

= capital à risque = 480.000

<u>Pour une grande entreprise</u>	<u>Pour une PME</u>
DCR = 480.000 x 3,442% = 16.522€	DCR = 480.000 x 3,942% = 18.922€

Tableau récapitulatif

	<u>Sans DCR</u>	<u>Exemple 1: Sans correction</u>		<u>Exemple 2: Avec Correction</u>	
		Grande entreprise	PME	Grande entreprise	PME
Bénéfice avant impôt	200.000	200.000	200.000	200.000	200.000
DCR	0	34.420	39.420	16.522	18.922
Base imposable	200.000	165.580	160.580	183.478	181.078
Impôt des sociétés (33,99%)	67.980	56.280	54.581	62.364	61.548
Bénéfice après impôt	132.020	143.720	145.419	137.363	138.452
Pression fiscale	34%	28%	27%	31%	31%

(Eeckhoudt, G., 2006)

Ces exemples montrent que la DCR permet de réduire la pression fiscale des entreprises. L'introduction de la déduction fiscale pour capital à risque a entraîné un changement structurel dans le comportement financier des sociétés qui cherchent à optimiser l'avantage fiscal lié à leur structure de financement. En effet, depuis l'instauration de la déduction fiscale pour capital à risque, on observe une hausse du capital social partant des capitaux propres des sociétés établies en Belgique (Burggraeve, K., Jeanfils, Ph., Van Cauter, K., Van Meensel, L., 2008).

Elle est liée à trois facteurs : un agrégat bilantaire (les capitaux propres exprimés en termes relatifs) ; le montant de la base d'imposition à l'impôt des sociétés ; le taux marginal d'impôt des sociétés. La structure du bilan de la société conditionne donc l'importance de la

déduction des intérêts notionnels, ce qui renforce le lien entre les bilans comptables et les bilans fiscaux (Colmant, B, 2006, p3)

En réduisant le coût relatif des capitaux propres, la DCR a incité les sociétés à choisir de substituer des capitaux empruntés par des capitaux propres ou de financer de nouveaux investissements avec davantage de capitaux propres plutôt que de capitaux empruntés. Cette substitution ne s'accompagne normalement pas d'une perte de recettes fiscales au titre de l'impôt des sociétés puisque les intérêts déductibles fiscalement sont remplacés par un pourcentage déductible fiscalement des nouveaux capitaux propres.

A côté du phénomène de substitution entre financement par endettement et financement par capitaux propres, il peut parfois être plus avantageux pour des sociétés, sur la base de considération fiscales, d'opérer au travers de filiales.

Dans ce cas, la société mère conserve l'ensemble de ses ressources financières qui se composent de capitaux propres et de capitaux empruntés et procède à la capitalisation de sa filiale au moyen de ces fonds. Vu son lien de participation, la société mère ne peut pas bénéficier de la déduction fiscale pour capital à risque, mais elle peut continuer à déduire de sa base imposable le montant des intérêts payés sur les capitaux qu'elle a empruntés. Par contre, la filiale peut recourir à la déduction fiscale pour capital à risque sur l'ensemble de ses capitaux propres.

Actuellement, il est possible de reporter la déduction pour capital à risque aux bénéfices des sept périodes imposables suivant la déduction si la société ne dispose pas d'une base imposable suffisante pour y imputer totalement la déduction d'intérêt notionnel. Mais ce report ne concerne que le stock de capital à risque existant au 31/12/2011 ou ultérieurement.

En outre, la déductibilité des intérêts notionnels est conditionnée à leur maintien dans l'entreprise pendant une durée de trois ans avant d'être distribués aux actionnaires ce qui signifie que le régime fiscal applicable diffère selon que le bénéfice est affecté aux réserves ou au paiement d'un dividende (KPMG, 2010, p 1). Il faut aussi noter que tous les intérêts ne sont pas déductibles. En effet, les intérêts qui ne sont pas conformes au marché et à la sous-capitalisation peuvent hypothéquer cette déductibilité.

Les études statistiques et économétriques n'ont pas pu mettre en évidence un lien certain entre la mise en place d'incitants fiscaux et une hausse du niveau d'investissement. Selon Avouyi-dovie et al (1987), les déductions fiscales ont en moyenne un effet incitatif sur l'investissement mais cet effet n'est que transitoire. Cela peut s'expliquer par le fait que les aides fiscales se modifient généralement de façon très rapide tandis que les décisions d'investissement sont prises sur le long terme (Dammak, S., 2006, p.23).

PARTIE 3. ANALYSE EMPIRIQUE

1. DEFINITION DE LA PROBLEMATIQUE

Après des années de recherches sur l'impact de la fiscalité sur la structure de financement des sociétés, il n'existe toujours pas de réponse globalement acceptée sur la question. Plusieurs modèles ont été estimés par des analyses économétriques afin de mettre en évidence l'influence de la fiscalité sur les décisions d'investissement.

La littérature financière empirique est abondante sur le sujet de la fiscalité sur le niveau d'endettement des entreprises et sur leur structure du capital cependant, très peu d'études portent sur le cas particulier de l'impact de l'instauration de la déduction pour capital à risque en Belgique sur la structure du capital des PME et il n'y en a pas non plus qui étudie cet impact sur un secteur en particulier.

Shackelford et Shevlin (2001) ont mis en évidence les difficultés méthodologiques que rencontre la recherche en fiscalité notamment pour ce qui est de l'estimation du taux marginal d'imposition, de la spécification des modèles, ou encore de la spécification des variables et de la disponibilité des données (Dammak, S., 2006).

Etant donnée les appréhensions pour le secteur immobilier à la suite de la crise financière de 2008, qui a conduit à voir ce secteur comme responsable ou alors comme facteur aggravant, j'ai voulu voir comment, sur le court terme, cette mesure a impacté ce secteur en Belgique avant l'apparition de cette crise.

2. SYNTHES DES ANALYSES ANTERIEURES

Avant de présenter les résultats de l'étude empirique réalisée dans le cadre de ce mémoire, il est intéressant d'observer les analyses antérieures et leurs résultats.

2.1. L'effet de la déduction d'intérêts notionnels sur la politique de financement des PME

Une étude réalisée par Cornelis et Merckx (2008) porte sur l'effet de la déduction pour capital à risque sur la politique de financement des PME belges dans la période allant de

2003 à 2007. Pour évaluer cet effet, ils ont utilisé le taux marginal d'imposition en partant du principe que l'efficacité des incitations fiscales à l'investissement telle que la déduction pour capital à risque dépend de leurs capacités à agir sur les déterminants de l'investissement (Dammak, S., 2006).

D'après Graham (1996a) le taux marginal d'imposition peut se définir comme la valeur actuelle de l'impôt courant et prévu, payée sur un dollar de bénéfice supplémentaire et ajoutée au résultat gagné actuellement. Il est approprié pour étudier le niveau d'endettement optimal car les entreprises avec un taux marginal d'imposition élevé ont plus intérêt à utiliser l'endettement comme moyen de financement par rapport aux entreprises ayant un taux marginal d'imposition plus faible à cause de la déductibilité des intérêts. Cela implique un lien positif entre le taux marginal d'imposition et le niveau d'endettement des entreprises (Cornelis, S., Merckx, S., 2008).

Plusieurs mesures différentes les unes des autres ont été adoptées par les chercheurs pour déterminer le taux effectif marginal d'imposition. Mackie III (2002) s'est basé sur le coût du capital en précisant que ce taux est une mesure d'incitation à l'investissement basée sur les cash-flows futurs des investissements futurs. Il diffère de ce fait du taux effectif moyen calculé par le ratio des impôts payés et le profit avant impôt actuellement réalisé.

D'après lui, "le coût du capital est le rendement réel avant impôt gagné sur les investissements marginaux dégageant un profit." Il a exposé plusieurs situations qui permettent de déterminer le taux effectif marginal d'impôt. De ce fait, si le système d'impôt se base sur le résultat économique des entreprises, alors le taux effectif est égal au taux statutaire d'impôt.

Mackie III (2002) a également déterminé le taux effectif marginal d'imposition dans le cas où l'investissement est financé par des dettes, par des actions et par la combinaison des deux moyens de financement. D'après les résultats de ces études, en comparant le taux effectif marginal d'imposition déterminé dans le cas où les investissements sont financés par les dettes et le taux effectif marginal d'imposition déterminé dans le cas d'un financement des

investissement par des actions, on constate que le premier taux (financement par dettes) est plus petit que le second (financement par actions) (Dammak, S., 2006, p27-28).

Cornelis et Merckx ont utilisé une approche développée par Shevlin (1990) et élaborée par Graham (1996 a,b) pour estimer le taux marginal d'imposition (TMI). Dans cette approche, le taux dépend essentiellement des revenus futurs taxables espérés.

Pour estimer l'impôt dû sur toutes les périodes, présentes et futures, d'une manière compatible avec les règles fiscales, ils ont estimé le TMI en complétant les données historiques qu'ils ont rassemblées, avec un flux de revenus taxables futurs qu'ils ont estimés.

L'estimation de ces revenus taxables futures est faite grâce au modèle de Graham qui établit que les revenus d'une entreprise à l'année i "pseudo marche aléatoire" avec une petite marge d'erreur:

$$\Delta EBIT_{it} = \mu_i + \varepsilon_{it}$$

Avec $\Delta EBIT_{it}$, la première différence dans les revenus, μ_i la moyenne maximale entre zéro et $\Delta EBIT_{it}$ et ε_{it} est la déviation de $\Delta EBIT_{it}$ de sa moyenne. ε_{it} suit une distribution normale avec une moyenne nulle et une variance égale à celle de $\Delta EBIT_{it}$.

L'estimation du TMI est faite en quatre étapes. La première étape consiste à calculer la moyenne et la variance de la variation de revenus ($\Delta EBIT_{it}$) au temps t-1. La seconde étape permet de prévoir les variations de revenus pour les huit années suivantes grâce à la moyenne et la variance déterminées à la première étape.

En ajoutant ces variations à l'EBIT de l'année t-1, on obtient une estimation temporelle d'EBIT de l'année t à l'année t+7.

Ensuite, la troisième étape consiste, après la déduction des intérêts éventuels, à calculer l'impôt actuel et futur dû pour chaque période de temps à l'aide d'un taux d'intérêt

progressif pour ensuite actualiser ces impôts en utilisant le taux d'intérêt moyen de l'année $t-1$.

La dernière étape consiste à ajouter un euro supplémentaire d'intérêt et de recalculer la valeur présente des impôts présents et futurs espérés.

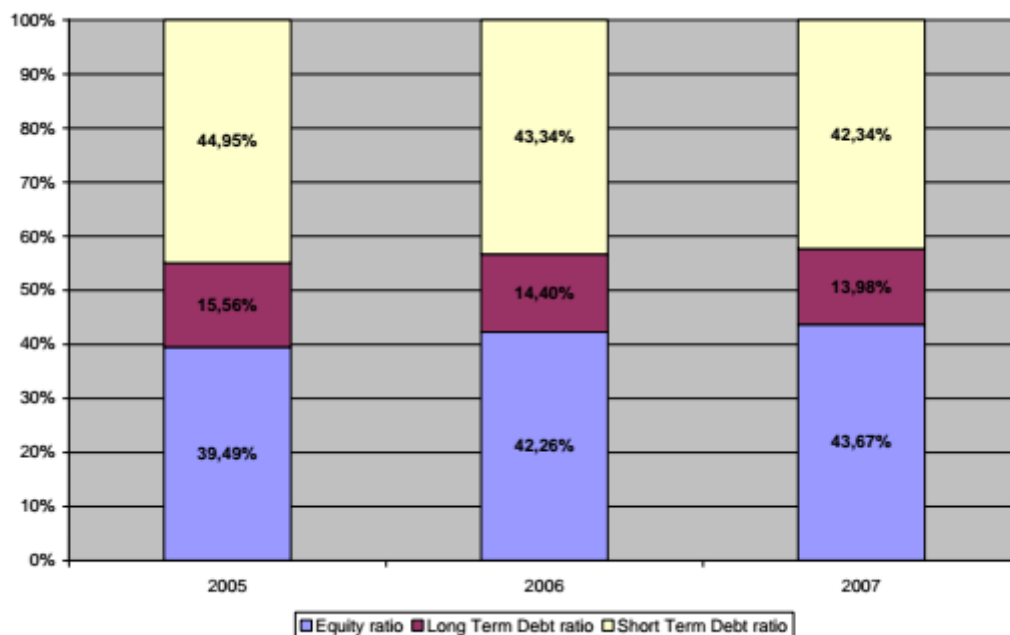
Etant donné que la déduction pour capital à risque est une déduction supplémentaire sur le revenu de l'entreprise, il diminue sa base et réduit par là aussi le taux marginal d'imposition de l'entreprise. Puisqu'il existe une relation positive entre le taux marginal d'imposition et le niveau d'endettement, alors les entreprises vont moins choisir l'endettement comme source de financement lorsqu'elles appliquent la déduction d'intérêts notionnels. De plus, une diminution dans le taux marginal d'imposition des entreprises causée par la déduction d'intérêts notionnels aura un impact plus important sur le levier financier de l'entreprise qu'une diminution du taux marginal d'imposition causée par un autre facteur (Cornelis, S., Merckx, S., 2008)

L'étude de Cornelis et Merckx (2008) est réalisée sur un échantillon tiré de la base de données Belfirst. Cet échantillon comporte l'ensemble des PME belges soumises à l'impôt des sociétés à l'exception des sociétés financières et les compagnies d'assurance. Les entreprises faisant partie d'un groupe sont également exclues de l'analyse car la structure de financement des entreprises liées peut être influencée par les stratégies financières d'autres entreprises du groupe.

Les résultats de leur étude montrent deux observations essentielles.

La première est que l'introduction de la déduction d'intérêts notionnels a eu un effet négatif sur le levier financier des entreprises. En effet, La proportion de capitaux propres des entreprises analysées ont augmenté alors que les dettes diminuaient comme le démontre le graphique ci-dessous qui montre l'évolution de la proportion moyenne des composants de la structure du capital.

Graphique n° 7: Evolution de la proportion moyenne des composants de la structure du capital



Source: Cornelis, S. Merckx, S., 2008

La deuxième observation est que plus le taux marginal d'une entreprise diminue à cause de la déduction des intérêts notionnels, moins elle utilisera un financement par emprunt.

2.2. Mécanismes par lesquels la déduction d'intérêts notionnels influence la structure du capital des PME

Princen (2011) a étudié le mécanisme par lequel l'implémentation de la déduction pour capital à risque affecte la structure du capital des entreprises. Cette étude se base sur un modèle simple montrant de quelle façon l'introduction d'un bouclier fiscal protégeant les capitaux propres affecte la structure du capital des entreprises.

Tout comme pour le modèle de Modigliani-Miller, Princen (2011) fixe l'hypothèse d'une économie parfaite, dans laquelle une entreprise investit dans un actif d'une valeur I dans le

but de maximiser la valeur actuelle (PV). Les actifs de l'entreprise sont financés par une fraction b de dettes et $(1 - b)$ d'action, avec $b \geq 0$.

Ce modèle se concentre sur l'influence du mode de financement choisi par l'entreprise sur sa valeur. Il suppose un système fiscal dans lequel la société est taxée sur ses revenus de fin de période après déduction des intérêts, et qui sont basés sur un taux marginal d'imposition constant (τ_c). Les investisseurs sont soumis à une retenue à la source constante sur les dividendes (τ_d) et sur les intérêts (τ_i). Avec $\tau_d \geq 0$; $\tau_i \geq 0$ et $\tau_d \neq \tau_i$

Si on considère que le temps tend vers l'infini, l'objectif de l'entreprise peut être décrit par le modèle suivant:

$$Max \ bPV = \frac{(1 - \tau_c)y(I)}{r} + (1 - b) \frac{(\tau_i - \tau_d)}{1 - \tau_d} I + b\tau_c I$$

Avec $y(I)$ représentant le revenu à la fin de la période avant le paiement des intérêts et taxes, et r est égal au taux d'intérêt réel sur le marché.

Le premier terme de cette équation présente la valeur actualisée de la base imposable et le second terme représente les avantages fiscaux respectifs du financement par capitaux propres et du financement par emprunt.

L'avantage fiscal du financement par capitaux propres, exprimé par $(1 - b) \frac{(\tau_i - \tau_d)}{1 - \tau_d} I$, découle du compromis opéré par les investisseurs entre les revenus issus des dettes et des capitaux propres. En effet, un investisseur n'acceptera d'acquérir des actions d'une entreprise que dans la condition que les dividendes qu'il va recevoir grâce à ces actions soient au moins égales au revenu qu'il aurait obtenu d'un emprunt de risque équivalent. En d'autres mots, il ne va acquérir des actions d'une entreprises que dans la mesure où

$$(1 - \tau_d)D \geq (1 - \tau_i) \frac{r}{y} I$$

L'avantage fiscal de l'endettement découle de la valeur de la dette et est exprimé de la façon suivante : $b\tau_c I$

Lorsqu'on maximise la fonction objective de l'entreprise par rapport à l'endettement, on obtient comme condition de premier ordre:

$$\frac{dPV}{db} = -\frac{\tau_i - \tau_d}{1 - \tau_d} I + \tau_c I$$

Il découle de cette équation qu'il n'existe pas d'utilisation optimale de dette. En supposant que cette équation soit positive, alors l'entreprise va chercher à maximiser l'utilisation des dettes afin d'optimiser sa valeur actuelle. Ce qui prouve que le mode de financement influence la valeur de l'entreprise puisque l'utilisation de l'endettement est favorisée pour des raisons fiscales.

L'introduction dans le système fiscal traditionnel d'une déduction en faveur du financement par capitaux propres aura un impact sur la valeur de marché de ces capitaux propres et augmentera ainsi la valeur de l'entreprise.

La valeur présente de l'entreprise avec une déduction en faveur du financement par fonds propres devient:

$$PV = \frac{(1 - \tau_c)yI}{r} + (1 - b) \frac{(\tau_i - \tau_d) + \tau_c(1 - \tau_i)}{1 - \tau_d} I + b\tau_c I$$

En définissant l'effet levier comme étant le ratio, total des dettes sur la valeur présente de l'entreprise, $L = \frac{b}{PV}$, on peut mesurer l'impact d'une déduction en faveur du financement par capitaux propres en optimisant ce ratio par rapport à cette déduction, ce qui nous donne:

$$\frac{dL}{d[\tau_c(1 - \tau_i)]} = \frac{-b \frac{1 - b}{1 - \tau_d} I}{PV^2}$$

Ce résultat montre que l'introduction d'une déduction en faveur du financement par fonds propres incite les entreprises à réduire leur recours à l'emprunt.

Princen (2011) a testé ce modèle empiriquement en l'appliquant à la réforme fiscale de 2006 en Belgique, introduisant la déduction pour capital à risque.

L'analyse est réalisée sur un échantillon d'entreprises non financières belges et françaises. Cet échantillon exclu, en plus des entreprises financières, les entreprises de l'industrie immobilière, du secteur des services financiers, les entreprises publiques et celles de l'industrie primaire.

L'hypothèse générale de son étude est que l'égalisation entre les traitements fiscaux des dettes et des capitaux propres entraîne une diminution du ratio d'endettement des entreprises.

Les résultats de cette étude montrent qu'il y a une relation négative entre la mise en place d'une déduction en faveur du financement par fonds propres et le recours à l'endettement. Ces résultats suggèrent que le fait d'adopter un même traitement fiscal favorable aux dettes et aux capitaux propres réduit le ratio d'endettement des entreprises de plus de 7% ce qui est cohérent avec les prédictions théoriques et confirme un lien entre la fiscalité et la structure du capital des entreprises. Princen (2011) observe également qu'il existe une différence entre les grandes entreprises et les PME en ce sens que l'impact d'une mesure favorisant le recours au financement par fonds propres sur le ratio d'endettement est légèrement plus important pour les grandes entreprises que pour les PME. Ce résultat est cohérent avec la théorie de la contrainte financière qui prédit que les PME doivent faire face à plus de contraintes que les grandes entreprises ce qui fait qu'elles sont moins réactives à des incitants pour le recours à des capitaux propres.

3. METHODOLOGIE

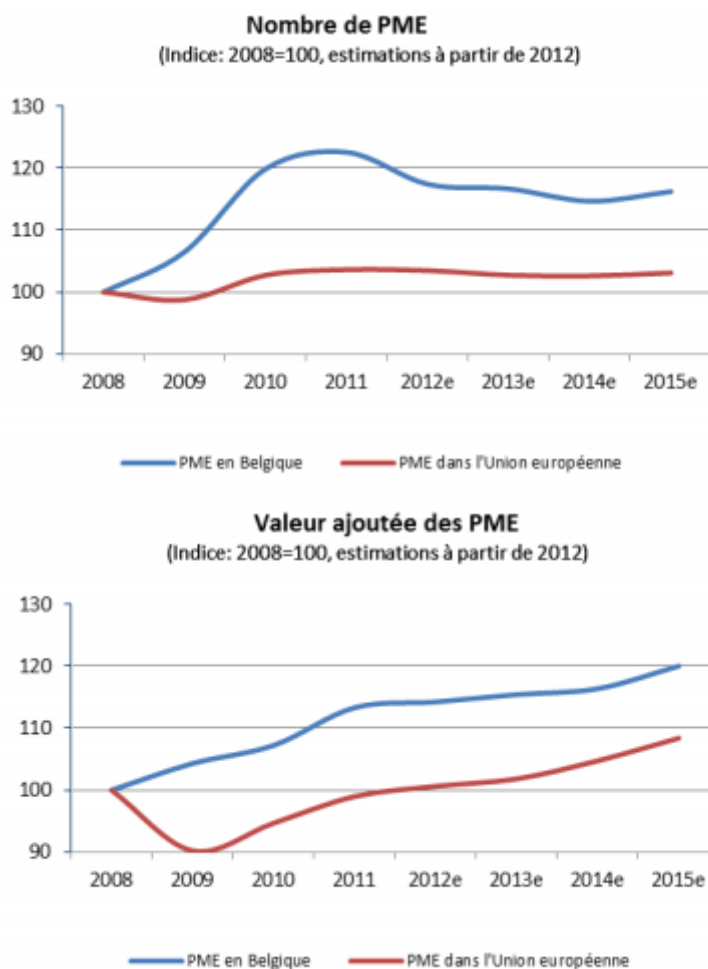
3.1. Echantillon

L'échantillon a été extrait de la base de données Amadeus administrée par le Bureau van Dijk. Il s'agit d'une base de données contenant des informations commerciales financières de plus de 200 millions d'entreprises publiques et privées établies dans 43 pays européens.

On peut construire sa base de données en personnalisant les critères de recherches.

J'ai choisi de réaliser mon analyse sur les PME car elles représentent la plus grande part des entreprises belges. Les PME correspondent en effet à près de 97% des entreprises en Belgique et génèrent plus de 70% du PIB. Elles représentent également environ 61% de la valeur ajoutée et plus de 69% de l'emploi. Elles prennent donc une place importante dans l'activité économique belge. De plus, entre 2009 et 2013, malgré la crise rencontrée dans ces années, le nombre de PME a augmenté de près de 10% et leur valeur ajoutée a connu une augmentation de 11% (Small Business Act (SBA), 2015).

Graphiques n°8 et 9: Evolution du nombre de PME en Belgique et dans l'Union Européenne depuis la crise financière de 2008 et leur valeur ajoutée



Source: SBA, 2015

Les PME sont à la base de l'implémentation de la déduction pour capital à risque. La chambre belge des représentants (2005, p5) a clairement indiqué que : « ...cette nouvelle déduction bénéficie particulièrement aux PME et cela va permettre au gouvernement d'atteindre plus facilement son objectif de stimulation du financement par fonds propres... » (Van campenhout, G., Van Caneghem, T., 2011, p2). Pourtant, d'après la Banque Nationale de Belgique, les PME n'ont eu droit qu'à 21% des intérêts notionnels dans les années qui ont suivi leur instauration. Les sociétés qui en bénéficient le plus, sont les grandes entreprises et les sociétés de financement.

Il n'existe pas de définition précise de PME car ses critères dépendent d'un pays à l'autre mais d'après les critères retenus par la législation comptable belge, une entreprise est considérée comme PME lorsqu'elle ne dépasse pas plus d'un des critères suivant :

- Elle emploie un maximum de 50 personnes
- Elle a un chiffre d'affaire annuel hors TVA de 7.300.000€
- Son total du bilan est de 3.650.000€

En Belgique, on a enregistré une forte hausse du recours au financement par capital (à risque) en 2006, année d'introduction de la déduction pour capital à risque. Cette tendance s'est principalement manifestée dans les secteurs du commerce, de l'immobilier et de la construction ainsi que dans l'industrie manufacturière (Deville, X., 2013, p106 + tableau 6).

Cependant, les volumes importants des investissements des années 2006 et 2007 enregistrés dans le secteur de l'immobilier ne se sont pas répétés dans les années suivantes. En effet, la récession a eu un impact mineur sur ce secteur mais son redressement est aussi limité (van Sante, M., et Manceaux, J., 2011). C'est pourquoi je concentre mon analyse sur les PME du secteur immobilier car il n'existe aucune étude qui étudie les conséquences de l'introduction de la déduction des intérêts notionnels sur ce secteur.

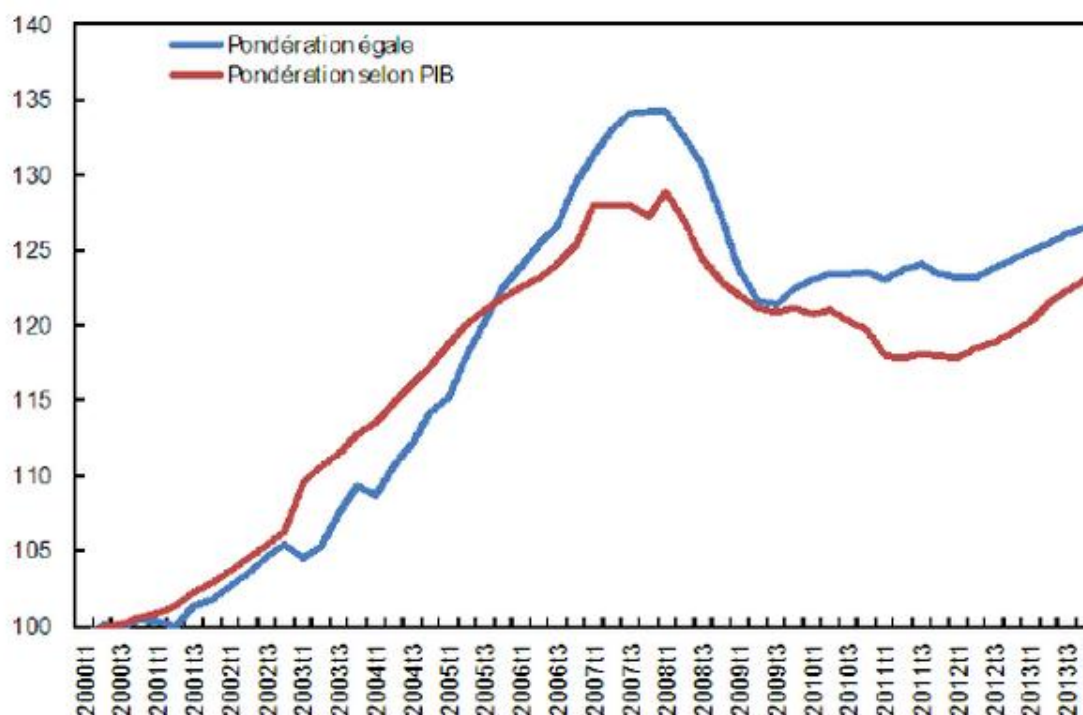
Le secteur immobilier belge rassemble toutes les activités immobilières et de la construction en dehors des travaux publics. Il s'agit d'un secteur fortement influencé par les aléas de la

conjoncture économique. Selon Min Zhu, (2014a) Directeur général adjoint du Fonds Monétaire International, “l’immobilier est un secteur essentiel de l’économie mais également une source de vulnérabilités et de crises”. Un secteur immobilier fonctionnant correctement est essentiel à la santé globale d’une économie. Il constitue dans beaucoup de pays la principale composante du patrimoine car les ménages préfèrent souvent accumuler leurs richesses sous forme de biens immobiliers plutôt que sous la forme d’actifs financiers.

Toutefois, malgré son importance, ce secteur n’a pas toujours le bon rôle aux yeux des acteurs économiques. La crise économique mondiale de 2008 a mis en évidence le secteur immobilier comme facteur déclencheur, voir aggravant.

Aujourd’hui, le secteur semble amorcer une reprise dans les différents pays européens. Partout en Europe, les prix de l’immobilier augmentent peu à peu comme le montre le graphique ci-dessous issu d’une étude réalisée par l’OCDE.

Graphique n° 10: Indice mondial des prix des logements

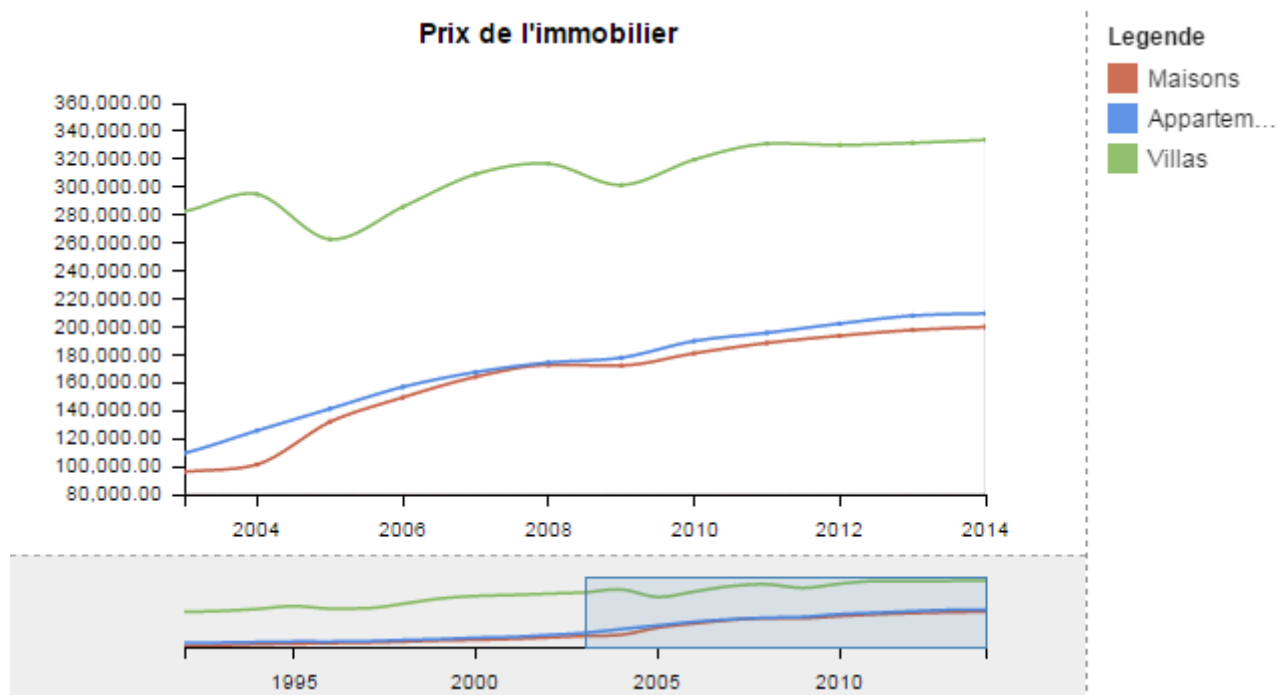


Source: OCDE Global Property Guide, Haver et calculs du FMI, Min, Zhu, 2014b

Cependant, ce redressement doit être appréhendé avec retenue car il faut éviter une nouvelle flambée des prix. En effet, la crise financière mondiale de 2008 avait débuté par une flambée des prix du logement pendant une décennie suivie d'une chute de ces prix en 2006 (Min, Z., 2014b).

En Belgique, le secteur immobilier reste un secteur prisé par les investisseurs qui le considère, malgré la crise passée, comme étant un choix sûr. Le marché immobilier belge est donc resté relativement stable avec une hausse très légère des prix comme le montre le graphique suivant (van Sante, M., et Manceaux, J., 2011).

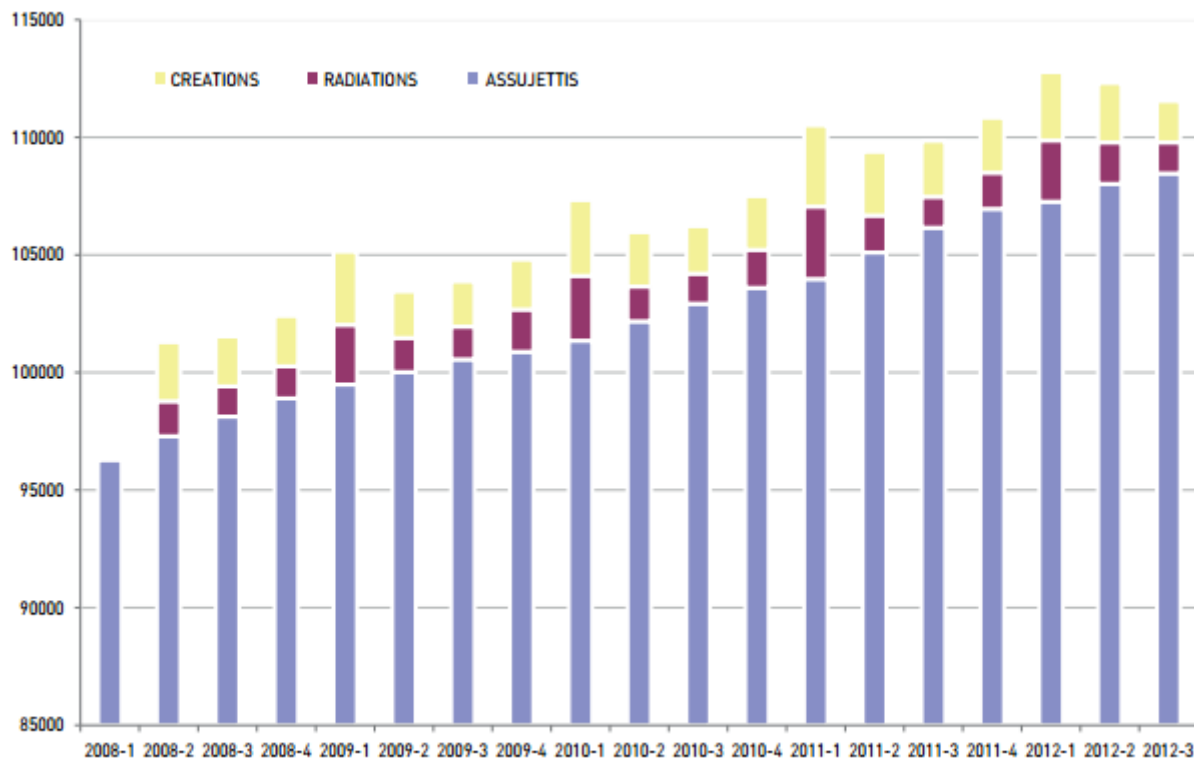
Graphique n° 11: Evolution du prix de l'immobilier en Belgique



Source: Statistics Belgium, 2014

A la fin de l'année 2012, 13,4% des entreprises assujetties à la TVA en Belgique étaient des entreprises du secteur de la construction/immobilier et parmi ces entreprises, 31% au moins étaient des PME (Statistics Belgium, 2013).

Graphique n° 12: évolution du nombre d'entreprises actives dans le secteur immobilier



Source: Statistic Belgium, 2013

Selon un rapport européen réalisé par le “Trend Indicator Real Estate Assets Investment 2013” et publié par Ernst & Young en 2013, la Belgique est très attrayante pour les investissements immobiliers.

Dans ce rapport, près de 95% des personnes interrogées estiment que la Belgique est particulièrement attrayante pour des investissements immobiliers.

3.2. Spécification du modèle économétrique et des variables

3.2.1. Modèle de régression

$$\Delta Y_{it} = \alpha + \Delta \beta X_{i(t-1)} + \varepsilon_{it}$$

$$i = 1, \dots, N$$

Avec,

Y_{it} , la variable dépende

$X_{i(t-1)}$, un vecteur d'informations observées à la période (t-1) pour chaque entreprise i de l'échantillon sur k variables (où k est le nombre de variables explicatives du modèle final);

β , un vecteur de k paramètres associés au vecteur d'observation $X_{i(t-1)}$

ε_{it} , le terme d'erreur.

3.2.2. Variables

3.2.2.1. La variable dépendante

Il existe plusieurs variables “dépendantes” permettant d'appréhender la structure du capital des entreprises. Dans les différentes études empiriques traitant de ce sujet, on retrouve des auteurs qui retiennent comme variable dépendante le ratio entre les dettes totales et le total de l'actif des entreprises. Alors que d'autres utilisent le ratio qui permet de mesurer la proportion de dette de long terme dans le total de l'actif. Selon Rajan et Welch (1995), “le ratio qui intègre en son numérateur un endettement total ne serait pas un bon indicateur de la structure financière de l'entreprise car il ne rendrait pas compte de l'importance du risque de défaillance financière des entreprises.

De ce fait, je vais utiliser dans ce mémoire le ratio dettes long terme/ total de l'actif pour appréhender la structure financière des entreprises (Croquet, M., 2009).

La variable dépendante retenu dans l'analyse est celle de la variation entre 2007 et 2006 du ratio (dette long terme/ total de l'actif)

3.2.2.2. Les variables indépendantes

➤ La taille

On fait souvent la distinction entre PME et grandes entreprises selon le total du chiffre d'affaire ou le nombre d'employés. La taille de l'entreprise est un facteur d'influence pour sa structure financière mais cette influence n'est pas clairement définie.

Il existe beaucoup de définition différente les unes des autres au sein de la littérature empirique pour mesurer la taille des entreprises. En effet, pour estimer la taille de l'entreprise on peut utiliser:

- $\log(\text{ventes})$
- total de l'actif
- effectif moyen, chiffre d'affaire

Même si le logarithme naturel des ventes est le plus souvent utilisé dans la littérature financière, je vais estimer la taille de l'entreprise grâce au chiffre d'affaire car ayant eu un accès limité aux informations des entreprises, je ne savais pas utiliser les ventes ou bien les effectifs.

D'après la TOT, la taille d'une entreprise aurait une influence positive sur son niveau d'endettement mais selon la théorie de l'information, il est possible que la taille ait au contraire une influence négative sur le recours à l'endettement en étant perçu comme une mesure inverse de l'information divulguée par l'entreprise à ses investisseurs externes. Cependant, la plupart des études empiriques tendent majoritairement à valider le sens positif du critère taille sur le niveau d'endettement des entreprises (Colot, O., Croquet, M., Pozniak, L., 2010, p 6)

La mesure retenue pour la variable taille est donc celle de la variation de croissance du chiffre d'affaire entre 2007 et 2006.

Hypothèse 1: au plus la taille des entreprises est importante, au plus elles auront recours à l'endettement

➤ Les opportunités de croissance

Tout comme pour la taille, le potentiel de croissance des entreprises peut être approché de différentes manières. J'ai de nouveau utilisé la croissance annuelle du chiffre d'affaire.

Il existe selon la théorie de l'agence, un lien négatif entre le potentiel de croissance des entreprises et leur niveau d'endettement.

Ce lien négatif s'explique par le fait que les entreprises ayant d'importantes opportunités de croissance auront plus de mal à se financer par l'emprunt étant donné que la valeur liquidative des actifs sous-jacents est presque nulle. De plus, la présence d'opportunité de croissance importante a tendance à réconcilier les intérêts des actionnaires et ceux des dirigeants de l'entreprise ce qui prive la dette de son rôle de régulateur des comportements déviant des dirigeants.

La POT quant à elle voit un lien positif entre opportunité de croissance et recours à l'endettement car intuitivement on peut penser que l'entreprise se trouvant face à des opportunités aura besoin de les financer et vont de ce fait se tourner vers le financement par emprunt qui est le mode de financement le moins coûteux car moins soumis à la présence d'asymétries d'information (Colot, O., Croquet, M., 2007).

Un autre élément en lien avec les opportunités de croissance est le taux d'investissement des entreprises. Plusieurs études retiennent ce taux d'investissement comme un déterminant à part entière du niveau d'endettement puisque les décisions d'investissement vont de pair avec les décisions de financement. Selon Carpentier et Suret (1999) et Bourdieu et Colin-Sédillot (1993), il existe un lien positif entre le taux d'investissement et le degré d'endettement des entreprises. Cependant, leur constatation ne va pas à l'encontre des conclusions de la POT et de la TOT (Colot, O., Croquet, M., 2007).

Hypothèse 2: la présence d'opportunités de croissance influence positivement le recours à l'endettement

➤ Les taxes

D'après les prescriptions de la TOT, les entreprises ont recours au financement par fonds empruntés pour bénéficier de la déductibilité des charges de dette. De ce fait, plus le taux d'imposition est élevé, plus les entreprises auront recours aux emprunts pour financer leurs investissements. Cette variable est la variable d'intérêt de notre analyse car c'est sur elle que la déduction d'intérêt notional va agir.

Hypothèse 3: les taxes ont un impact positif sur le recours à l'endettement

➤ La rentabilité

La rentabilité de même que la profitabilité de l'entreprise reviennent souvent dans la littérature scientifique comme étant des déterminants du niveau d'endettement des entreprises. Elle se définit comme la relation en pourcentage entre les bénéfices de l'entreprise et ses fonds propres. Elle est déterminante pour la stabilité d'une entreprise ce qui est une condition pour attirer des fonds sur le marché du capital (Timmermans, P., Wilmots, H., 2013).

Une majorité d'études empiriques portant sur la structure du capital des entreprises privilégient l'utilisation du Return on Asset comme mesure de la rentabilité mais il est également possible de l'approcher grâce à l'EBIT. Pour des raisons de disponibilité d'informations financières, j'ai utilisé cette deuxième mesure.

Beaucoup d'auteurs tablent sur une relation négative entre l'endettement et la rentabilité des entreprises ce qui est validé par la POT. De plus, intuitivement on peut se dire qu'au plus une entreprise est rentable, au plus elle sera capable de s'autofinancer et aura donc moins recours à l'emprunt. Pourtant d'après la TOT c'est tout le contraire qui se produit. Cette théorie conclut en effet, qu'au plus une entreprise est rentable, au plus elle aura besoin de s'endetter pour profiter de la déductibilité des intérêts d'emprunt et au plus elle aura de facilité pour s'endetter car cette rentabilité constitue une garanti aux yeux des créanciers (Colot, O., Croquet, M., 2007).

Hypothèse 4: la rentabilité a une influence négative sur le niveau d'endettement des entreprises

➤ La tangibilité de l'actif

La structure des actifs est un déterminant important de la structure du capital. Selon la POT, la tangibilité des actifs est un gage de sûreté vis-à-vis des créanciers car au plus les actifs de l'entreprise sont tangibles, au moins l'entreprise sera affectée par les asymétries

d'information ce qui réduit les coûts d'agence (Colot, O., Croquet, M., 2007). Il existe donc un lien positif entre la tangibilité des actifs et le recours à l'endettement comme source de financement.

Dans cette étude, la tangibilité de l'actif sera mesurée par la part des immobilisations corporelles dans le total du bilan.

Hypothèse 5: la tangibilité de l'actif des entreprises influence positivement leur recours à l'emprunt

➤ Le taux de taxation

Le taux de taxation est l'élément clé dans la détermination de la charge fiscale pour l'entreprise. On peut également utiliser plusieurs mesures différentes pour calculer le taux de taxation des entreprises. On peut par exemple utiliser le taux de taxation marginal des entreprises mais celui-ci surestime le véritable taux de taxation auquel l'entreprise doit faire face. C'est pourquoi, tout comme Wiwattanakantang (1999), j'ai choisi d'intégrer dans cette étude le taux de taxation effectif auquel sont soumis les bénéfices des entreprises. Il se définit comme le rapport entre les charges fiscales et le résultat d'exploitation, approché par l'EBIT.

Selon les prescriptions de la TOT, il existe un lien positif entre le taux de taxation et le niveau d'endettement des entreprises à cause du principe de déductibilité fiscale des charges des dettes (Croquet, M., 2009).

Hypothèse 6: Le taux d'imposition influence positivement le recours à la dette

➤ Les avantages non liés à la dette

Il existe des avantages non monétaires et non liés à l'endettement qui viennent concurrencer le principe de déductibilité fiscale des intérêts d'emprunt. C'est le cas par exemple des amortissements et des provisions pour risque et charges qui sont deux moyens légaux permettant de diminuer l'impôt à payer des entreprises. L'existence de tels moyens

réduit l'attrait de l'endettement et ont donc un lien négatif avec le recours à ce moyen de financement (Colot, O., Croquet, M., 2007).

Hypothèse 7: L'existence d'avantages fiscaux non liés à l'endettement réduit le recours à l'emprunt

➤ Le risque d'exploitation

Lorsqu'une entreprise a une forte volatilité dans ses revenus d'exploitation, les créanciers potentiels auront tendance à exiger des taux d'intérêt importants en raison des risques que l'entreprise représente. De ce fait, le risque d'exploitation est supposé avoir un impact négatif sur la structure financière des entreprises (Colot, O., Croquet, M., Pozniak, L., 2010).

Faithi et Gailly (2003) utilisent la volatilité du résultat d'exploitation pour mesurer le risque d'exploitation. Je vais donc utiliser l'écart-type du résultat d'exploitation mesuré par l'EBIT comme proxy du risque opérationnel des PME (Croquet, M., 2009)

Hypothèse 8: Plus le risque d'exploitation est élevé, moins les entreprises s'endettent

➤ La solvabilité et la liquidité de l'entreprise

La solvabilité d'une entreprise est représentée par le rapport entre les fonds propres et les fonds de tiers. Elle renseigne sur la capacité de l'entreprise à faire face à tous ses engagements financiers tels que les remboursements de dettes et les paiements d'intérêts (Szafran, D., 2006, p.9). On se réfère souvent à l'indépendance financière ou au taux d'endettement pour mesurer la solvabilité de l'entreprise. De ce fait, on examine la relation en pourcentage des fonds propres ou empruntés sur les fonds totaux de l'entreprise (Timmermans, P., Wilmots, H., 2013).

La liquidité de l'entreprise, elle, renseigne sur la capacité de l'entreprise à payer ses dettes court terme. La position d'une entreprise en matière de liquidité est importante aussi bien pour les investisseurs en fonds propres qui s'intéressent à la politique de dividende que pour

les pourvoyeurs de financements par endettement qui s'intéressent à la capacité de remboursement. On utilise souvent le fond de roulement et le cash-flow pour mesurer la liquidité (Timmermans, P., Wilmots, H., 2013).

Selon la POT, La solvabilité et la liquidité de l'entreprise ont une influence négative sur le recours à l'endettement. Cette vision n'est pas partagée par la TOT pour qui elles disposeraient d'une influence positive au même titre que la rentabilité.

Hypothèse 9: La solvabilité et la liquidité des entreprises ont un impact négatif sur le niveau d'endettement

Le tableau suivant reprend la définition qui a été retenue pour les différentes variables dans le cadre de ce mémoire. Étant donné que nous étudions la variation des variables entre 2 périodes, nous avons réalisé pour chacune des mesures le calcul suivant:

- Pour 2006: $(\text{Variable}_{2006} / \text{Variable}_{2005}) \times \text{Variable}_{2005}$
- Pour 2007: $(\text{Variable}_{2007} / \text{Variable}_{2006}) \times \text{Variable}_{2006}$

Tableau 2: Mesure des variables retenues et sens de leur influence sur la structure du capital

<u>Variables</u>	<u>Dénomination</u>	<u>Signes attendus</u>	<u>Mesures</u>
Taxes	DTaxes	+	(Impôt et taxes)/ EBIT
Opportunité de croissance	Croissance	+	Croissance annuelle du chiffre d'affaire
Tangibilité de l'actif	DTangible	+	Immobilisations corporelles/ total de l'actif
Solvabilité	DSolva	-	Ratio de solvabilité

Liquidité	Dliqui	-	Liquidité réduite
Rentabilité	DROA	-	Résultat avant impôt/ total de l'actif
Avantages non liés à la dette	DAvantage	-	(Amortissements+provisions pour risques et charges)/total de l'actif
Risque d'exploitation	DExploit	-	(Ecart-type de l'EBIT- espérance mathématique de l'EBIT) + Immobilisations corporelles
Taux d'imposition	Dtaux	+	Taux marginal d'imposition
Taille	DTaille	+	Chiffre d'affaire

3.2.3. Méthode d'analyse empirique

La méthode utilisée pour effectuer notre analyse est la méthode "difference-in-differences". Elle permet d'observer les résultats pour deux groupes différents et pour deux périodes de temps différentes.

L'un des groupes, appelé groupe de traitement, est exposé à un traitement dans la seconde période mais pas dans la première alors que le deuxième groupe qui est le groupe de contrôle n'est soumis à aucun traitement que ce soit dans la première ou la seconde période. De ce fait, il est possible de comparer la situation avec le traitement et la situation sans.

Lorsque les mêmes unités au sein d'un groupe sont observées dans chaque période de temps, le gain moyen dans le second groupe (contrôle) est soustrait de la moyenne de gain dans le premier groupe (traitement).

Cela permet de supprimer des biais pouvant apparaître dans les comparaisons des deux groupes qui pourraient être le résultat de différences permanentes entre les groupes ainsi

que des biais dans les comparaisons des différentes période de temps qui pourraient être le résultat de tendances (NBER., 2007).

Nous avons appliqué cette méthode dans l'étude de l'impact de la déduction pour capital à risque. Les deux périodes sont celles entre 2005 et 2006 ainsi qu'entre 2006 et 2007.

Le groupe de traitement est la Belgique en considérant que le traitement en question est l'application de la déduction fiscale pour capital à risque appliquée sur la seconde période, qui est l'année d'introduction de la mesure, et pas sur la première, alors que le groupe de contrôle qui est l'Allemagne, ne pratique pas de déduction fiscale pour capital à risque.

A travers cette analyse, nous souhaitons mettre en évidence une variation possible dans la politique d'endettement des PME du secteur immobilier dans la période qui a suivi l'instauration de la déduction pour capital à risque.

La première étape a été de tester la significativité des variables explicatives par rapport à la variable indépendante. Tester la significativité des variables consiste à comparer la P-valeur de la variable avec une valeur seuil. Une variable est significative avec un intervalle de confiance de 95% si son t-stat est supérieur à 1,96 en valeur ou bien si sa P-valeur est inférieur à 0,05.

Seul les variables significatifs ont été retenues pour le modèle final. Les autres variables ont été volontairement retirées car elles n'apportaient pas de valeur ajoutée à la régression. Il s'agit, de la liquidité, de la taille et des taxes.

- Pour 2006

```
. reg DCoefficient2006 DTaxes2006 Croissance2006 DTangible2006 DSolva2006 DROA2006
```

Source	SS	df	MS	Number of obs =	776
Model	6560.96702	6	1093.4945	F(6, 769) =	20.01
Residual	42026.1079	769	54.6503353	Prob > F =	0.0000
				R-squared =	0.1350
				Adj R-squared =	0.1283
Total	48587.0749	775	62.6929998	Root MSE =	7.3926

DCoefficient~2006	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
DTaxes2006	-.0007395	.0000739	-10.01	0.000	-.0008844 -.0005945
Croissance2006	.010276	.0627984	0.16	0.870	-.1130007 .1335526
DTangible2006	-.3980942	.5154142	-0.77	0.440	-1.40988 .6136915
DSolva2006	-2.214354	.6278355	-3.53	0.000	-3.446828 -.9818787
DROA2006	-.0025507	.0155463	-0.16	0.870	-.0330689 .0279674
DAvantage2006	.004405	.0276571	0.16	0.873	-.0498873 .0586974
_cons	.935972	.2728381	3.43	0.001	.400376 1.471568

- Pour 2007

```
. reg DCoefficient2007 DTaxes2007 Croissance2007 DTangible2007 DSolva2007 DROA2007
```

Source	SS	df	MS	Number of obs =	776
Model	391.340263	6	65.2233772	F(6, 769) =	4.46
Residual	11245.8143	769	14.6239458	Prob > F =	0.0002
				R-squared =	0.0336
				Adj R-squared =	0.0261
Total	11637.1546	775	15.0156834	Root MSE =	3.8241

DCoefficient~2007	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
DTaxes2007	-.0000431	.0000259	-1.67	0.096	-.0000938 7.66e-06
Croissance2007	-.0021334	.0085043	-0.25	0.802	-.0188278 .014561
DTangible2007	-.004771	.00805	-0.59	0.554	-.0205736 .0110315
DSolva2007	-1.735897	.3628742	-4.78	0.000	-2.448239 -1.023555
DROA2007	-.0001789	.0018361	-0.10	0.922	-.0037833 .0034256
DAvantage2007	.6817838	.3370044	2.02	0.043	.020226 1.343342
_cons	.4855611	.1412416	3.44	0.001	.2082962 .762826

Afin de pouvoir utiliser le modèle estimé, il faut vérifier l'hétéroscédasticité et la présence d'auto-corrélation. L'hétéroscédasticité a été évalué grâce au test de Breush- Pagan avec comme hypothèse nulle, l'homoscédasticité ce qui signifie que la variance des termes d'erreur des variables indépendantes et constante. Ce test est conçu pour détecter toute forme linéaire de hétéroscédasticité.

Les résultats suivants ont été obtenus pour la Belgique.

Pour 2006:

```
Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity
Ho: Constant variance
Variables: fitted values of DCoefficient2006

chi2(1)      =    12.97
Prob > chi2   =    0.0003
```

Pour 2007

```
Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity
Ho: Constant variance
Variables: fitted values of DCoefficient2007

chi2(1)      =   249.46
Prob > chi2   =    0.0000
```

Les p-valeurs étant inférieures à 0,05, l'hypothèse nulle est rejetée ce qui signifie qu'il y a hétéroscédasticité des erreurs. Pour la corriger, nous avons utilisé des erreurs standards robustes. Les résultats sont exposés au point suivant.

Pour vérifier la colinéarité, nous avons effectué une régression auxiliaire des variables explicatives entre elles mais en retirant la variable d'intérêt qui est la variable "Taxe". Ce qui nous a permis de voir qu'il n'y a pas d'interaction entre les variables puisque le R^2 est inférieur à 80% et aucune des variables n'a été significative :

- Pour 2006

```
. reg DTaxes2006 Croissance2006 DTangible2006 DSolva2006 DROA2006 DAvantage2006
```

Source	SS	df	MS	Number of obs = 925		
Model	8391058.39	5	1678211.68	F(5, 919) = 0.14		
Residual	1.0909e+10	919	11870843.6	Prob > F = 0.9825		
				R-squared = 0.0008		
				Adj R-squared = -0.0047		
Total	1.0918e+10	924	11815688.7	Root MSE = 3445.4		

DTaxes2006	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Croissance2006	.7189787	29.01093	0.02	0.980	-56.21638	57.65434
DTangible2006	6.906122	135.148	0.05	0.959	-258.3284	272.1407
DSolva2006	94.69657	118.843	0.80	0.426	-138.5386	327.9318
DROA2006	-1.840297	6.865664	-0.27	0.789	-15.3145	11.6339
DAvantage2006	-.5681052	12.78246	-0.04	0.965	-25.6543	24.51809
_cons	-56.37885	114.8893	-0.49	0.624	-281.8547	169.097

- Pour 2007

```
. reg DTaxes2007 Croissance2007 DTangible2007 DSolva2007 DROA2007 DAvantage2007
```

Source	SS	df	MS	Number of obs = 929		
Model	48260364.7	5	9652072.94	F(5, 923) = 0.41		
Residual	2.1967e+10	923	23799182.3	Prob > F = 0.8451		
				R-squared = 0.0022		
				Adj R-squared = -0.0032		
Total	2.2015e+10	928	23722958.7	Root MSE = 4878.4		

DTaxes2007	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Croissance2007	.4132851	10.84683	0.04	0.970	-20.87403	21.7006
DTangible2007	-.0721964	10.1737	-0.01	0.994	-20.03847	19.89407
DSolva2007	-380.0482	444.7007	-0.85	0.393	-1252.79	492.6936
DROA2007	-.1523812	2.249051	-0.07	0.946	-4.566228	4.261465
DAvantage2007	291.4912	229.307	1.27	0.204	-158.5324	741.5147
_cons	-146.5399	164.0099	-0.89	0.372	-468.4155	175.3358

4. RESULTATS DE L'ANALYSE

Les résultats de l'analyse économétrique présentés dans ce mémoire, sont obtenus grâce au logiciel Stata.

L'analyse a été réalisée dans un premier temps pour la Belgique et dans un second temps pour l'Allemagne en utilisant des erreurs standards robustes afin de corriger l'hétéroscédasticité (Voir Annexe).

Les résultats suivants proviennent du tableau généré par Stata:

Tableau n°3: Résultats de l'analyse empirique avec les erreurs robustes

Variables	Coefficients			
	Belgique		Allemagne	
	2006	2007	2006	2007
DTaxes	- 0,0007395	- 0,0000431	0,0002466	- 0,0469169
Croissance	0,010276	- 0,0021334	3,162544	0,3151379
DTangible	- 0,3980942	- 0,004771	0,1333881	1,851349
DSolva	- 2,214354	- 1,735897	- 0,377557	- 12,77087
DROA	- 0,0025507	- 0,0001789	0,0008804	0,1523977
DAvantage	0,004405	0,6817838	0,1285568	- 9,219029
Cons	0,935972	0,4855611	0,0130065	2,886166

Premièrement, concernant la variable d'intérêt « Taxes », pour l'année 2006 le coefficient négatif en Belgique indique que toutes choses égales par ailleurs, une variation marginale dans les taxes de 1%, a eu pour effet de réduire le recours à l'endettement des PME belges du secteur de l'immobilier de - 0,0007395%.

Cette variation est donc très minime mais elle ne valide pas l'hypothèse de départ selon laquelle les taxes ont un effet positif sur le recours à la dette. Après l'introduction de la

déduction pour des intérêts notionnels, en 2007, la variation de l'endettement suite à une variation des taxes reste minime mais diminue par rapport à l'année 2006 (- 0,0000431%). Il y a donc eu une modification l'année d'introduction de la déduction pour capital à risque mais ce changement n'a pas été très important dans ce secteur.

En comparant avec l'Allemagne, on voit que la situation n'est pas la même car pour les PME du secteur de l'immobilier allemand, une variation marginale des taxes aura un effet, certes faible mais positif en 2006 sur le recours à l'endettement ce qui valide notre hypothèse de départ. En 2007 par contre, cet effet est négatif comme en Belgique.

Ensuite, le coefficient positif de la variable « Croissance » en 2006 nous dit que toutes choses égales par ailleurs, une variation marginale de 1% dans les opportunités de croissance des PME belges du secteur de l'immobilier dans cette année a entraîné une variation positive de 0.010276% dans le recours à l'endettement. L'année suivante, cette variation du recours à l'endettement était négative à hauteur de - 0,0021334%.

Nous remarquons une grande différence par rapport aux PME allemandes du même secteur pour lesquelles cette variation, positive également en 2006, était de 3,162544%. Cela signifie que dans ce secteur, la structure du capital des PME allemandes est bien plus sensible aux modifications des opportunités de croissance que celle des PME belges.

Pour ce qui est de la tangibilité des actifs, les conclusions belges et allemandes sont opposées car que ce soit pour l'année 2006 que l'année 2007, en Belgique, une variation marginale de la tangibilité des actifs a eu une incidence négative sur le coefficient d'endettement des PME du secteur immobilier alors qu'en Allemagne, cette incidence est positive. Cet effet est par contre plus fort en 2006 qu'en 2007. Cela va à l'encontre de l'hypothèse selon laquelle la tangibilité des actifs impacte positivement le recours à l'endettement. En Allemagne par contre cette hypothèse est vérifiée car une variable marginale de la tangibilité des actifs a entraîné une variation positive dans le coefficient d'endettement des PME du secteur de l'immobilier à hauteur de 0,1333881% en 2006 et allant jusqu'à 1,851349% en 2007.

Pour la variable solvabilité, les résultats s'accordent pour la Belgique et pour l'Allemagne.

Une variation marginale de la solvabilité des PME dans le secteur de l'immobilier de ces deux pays a eu un impact positif, que ce soit en 2006 que en 2007, sur le coefficient d'endettement ce qui valide notre hypothèse de départ.

La variable rentabilité, tout comme la variable tangibilité montre des résultats opposés pour la Belgique et pour l'Allemagne avec de légères modifications entre 2006 et 2007.

CONCLUSION

Malgré une abondance de littérature sur l'impact de la fiscalité sur les décisions financières, les conclusions ne se rejoignent pas toujours ce qui ne permet pas de reconnaître une analyse qui soit globalement acceptée.

Chacun s'accorde néanmoins à dire qu'il existe bel et bien une incidence de la fiscalité sur les choix financiers des entreprises.

Après bientôt une décennie depuis l'introduction de la déduction pour capital à risque il n'existe pas beaucoup d'analyses sur son impact sur les décisions financières des entreprises et encore moins sur cet impact dans un secteur en particulier et pendant une période précise. Ce mémoire a tenté de combler ce manque en étudiant l'impact de l'introduction de la déduction pour capital à risque sur les PME du secteur immobilier belge pendant la courte période s'étendant entre 2005 et 2007.

Dans un premier temps, un développement théorique a été présenté afin de montrer les bases de la littérature financière et les avancées de celle-ci sur le sujet de la structure de financement des entreprises en général.

Dans une seconde partie, on a vu les origines et particularité de la déduction pour capital à risque qui est la disposition fiscale utilisée pour analyser l'incidence de la fiscalité sur les choix financiers des entreprises.

Pour compléter l'exposée théorique, une analyse empirique a été réalisée. L'hypothèse principale étant que l'introduction de la déduction pour capital à risque incite les entreprises à favoriser un financement par fonds propres afin d'augmenter la base de calcul de la déduction et de ce fait réduire le financement par endettement. Cette hypothèse est fondée sur les caractéristiques de la mesure ainsi que sur le but recherché lors de son instauration. En effet, en cherchant à réduire la discrimination fiscale causée par la déductibilité des intérêts d'emprunt alors que les dividendes liés au financement par fonds propres étaient

taxés, la mesure a voulu inciter les entreprises à rééquilibrer leur structure de financement en réduisant l'endettement.

Les variables utilisées sont celles reconnues dans la plupart des études empiriques portant sur la structure de financement des entreprises comme ayant un impact sur celle-ci.

L'hypothèse pourtant sur la variable principale "Taxes" a du être rejeté car les résultats ne montrent pas une relation positive entre cette variable et le recours à l'endettement.

Les résultats obtenus dans l'ensemble semblent indiquer que l'introduction de la déduction pour capital à risque en Belgique n'a pas eu une grande incidence dans la structure de financement des PME du secteur de l'immobilier belge, du moins sur le court terme.

Cependant, l'analyse empirique réalisée dans ce mémoire utilise essentiellement des informations financières fournies par les entreprises mais ces informations ne permettent malheureusement pas de savoir si toutes les entreprises de l'échantillon utilisent effectivement la déduction pour capital à risque. En effet, en Belgique, les PME ont le choix entre cette déduction pour capital à risque et une déduction pour investissement. Cette limitation est une opportunité pour réaliser des recherches plus poussées.

BIBLIOGRAPHIE

Artus, P., (2012). *S'il y a neutralité fiscale, le débat sur les réformes fiscales se simplifie beaucoup ; mais il n'y a pas du tout neutralité fiscale*, Recherche économique, Banque de financement & d'investissement, Natixis, n°719, p.6.

Aujean, M., (2014). *Financement de l'investissement et neutralité fiscale : efficacité comparée de la déduction des intérêts notionnels en Belgique et en Italie*, Pôle de prospective fiscale,TAJ , p.5. En ligne <http://taj-strategie.fr/spip.php?article229> Consulté le 11/07/2015

Aujean, M., Ceriani, V., Valenduc, C., (2014). *Financement de l'investissement et neutralité fiscale : la déduction pour capital à risque en perspective*, Reflets et perspectives de la vie économique; une fiscalité à reformer mais comment?, de Boeck, tome LIII, Vol1, p49-62

Banque National de Belgique (BNB), (2015). En ligne <https://www.nbb.be/fr> Consulté le 5 février 2015

Baugnet, V., Wuyts, G., (2006). *Le rôle des actions dans le financement des sociétés en Belgique*, Revue économique, Banque Nationale de Belgique. En ligne https://www.nbb.be/doc/ts/publications/economicreview/2006/revecoii2006f_h3.pdf Consulté le 10 Mars 2015

Berk, J., DeMarzo, P., (2011). *Finance d'entreprise*, Pearson Education France, 2e éd., p.1119

Boadway and Bruce, (1984). *A general proposition on the design of a neutral business tax*, Journal of Public Economics, Vol 24, n°2, p 231-239

Boeraeve, C., Dewael, Y., Rosoux, R., (2006). *Les intérêts notionnels : guide pratique*, edipro, Belgique, p.104

Boigelot, E., Blaffart, A., (2015). *Le régime des revenus définitivement taxés (ou RDT)*. En ligne http://www.droitbelge.be/fiches_detail.asp?idcat=11&id=597 Consulté le 21/05/2015

Boone, B., (2002). *Financer sa société par fonds propres : quelles sont les incidences fiscale ?*, Hebdo FiscalNet du 6 juillet 2002.

Boone, B., (2002). *Financement par fonds empruntés : quelles sont les limites de la déduction fiscale des intérêts ?*, Hebdo Fiscalnet du 28 septembre 2002, Extrait de Business to Business n° 12

Bua, M., Girard, P., Pujol, Th., Redondo, P., (1989). *La politique de distribution de dividendes (1982-1986)*, Economie & prévision, volume 88, pp.57-72

Burggraeve, K., Jeanfils, Ph., Van Cauter, K., Van Meensel, L., (2008). *Impact macroéconomique et budgétaire de la déduction fiscale pour capital à risque*, rapport d'étude de l'évaluation de l'impact macroéconomique et budgétaire de la déduction fiscale pour capital à risque. En ligne.

https://www.nbb.be/doc/ts/publications/economicreview/2008/revecoiii2008f_h1.pdf

Consulté le 19/02/2015

Cappelle-Blancard, G., Couderc, N., (2015). *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*, livre de Modigliani, F. et Miller, M., Encyclopaedia Universalis. En ligne <http://www.universalis.fr/encyclopedie/the-cost-of-capital-corporation-finance-and-the-theory-of-investment/1-les-deux-theoremes-de-modigliani-miller/> Consulté le 25/06/2015

CeFiP, (2013). Enquête CeFiP Financement des PME 2012

CNC 139-8 - Emission d'obligations avec droits de souscription, d'obligations convertibles ou remboursables en actions, et d'actions assorties de droits de souscription à des actions à émettre ultérieurement

Collon, F., (2015). *Base de calcul: le capital à risque*. En ligne

http://www.droitbelge.be/fiches_detail.asp?idcat=11&id=215 Consulté le 28/06/2015

Colmant, B. et Hübner, G., (2005). *L'impact économique des intérêts notionnels. Première partie : Référence à la théorie financière classique*, Revue bancaire et financière, Larcier, Vol 8, p499-507. En ligne

http://www.hec.ulg.ac.be/sites/default/files/workingpapers/WP_HECULG_20050801_Colmant_Hubner.pdf Consulté le 04/03/2015

Colmant, B., (2006). *Déduction des intérêts notionnels et double imposition des dividendes : une perspective financière*, La charte, Bureau de dépôt gent, n°1

Colmant, B., (2008). *Les dividendes sont lourdement taxés : attention aux effets d'optique*, Hedo FiscalNet du 12 Janvier 2008

Colmant, B., (2010). *La fiscalité des dividendes : une oscillation idéologique*, Hebdo FiscalNet du 5 juin 2010

Colmant, B., (2010). *Taxer le dividende ou la plus-value ?*, Hebdo FiscalNet du 20 Novembre 2010

Colmant, B., (2012). *Adapter les notionnels et l'impôt des sociétés*, Hebdo FiscalNet du 22 décembre 2012

Colot, O., Croquet, M., (2007). *Les déterminants de la structure financière des entreprises belges*, Reflets et perspectives de la vie économique, De Boeck, p177-198. En ligne http://www.cairn.info/zen.php?ID_ARTICLE=RPVE_462_0177 Consulté le 16/06/2015

Colot, O., Croquet, M., Pozniak, L., (2010). *Déterminant des choix de financement et profils de PME*. En ligne <file:///I:/M%C3%A9moire/POZNIAK%202010%204%20JOURNAL.pdf> Consulté le 16/06/2015

Cornelis, S., Merckx S., (2008). *The effect of notional interest deduction on the financing policy of SMEs*, Universiteit Gent, Faculteit Economie en Bedrijfskunde, p.56

Couret, A., (2002). *Fiscalité et Finance d'entreprise*, Lettre des Juriste d'Affaires, n° 603, p1-5

Croatie.eu, (2015). *La transition économique*. En ligne <http://www.croatie.eu/article.php?id=31&lang=4> Consulté le 01/07/2015

Dammak, S., (2006). *L'impact de la fiscalité sur les décisions et modalités de financement des investissements, ainsi que sur la valeur de la firme*, Thèse université de Nice-Sophia Antipolis, p.412

Damodaran, A., (2006). *Finance d'entreprise: Théorie et pratique*, deBoeck et Larcier, 2^e édition, Belgique, p.1351

Daoût, N., (2006). *La déduction d'intérêt notionnel, un incitant fiscal belge novateur*, Publication du Service d'Encadrement Coordination Stratégique et Communication, Service Public Fédéral Finances. En ligne http://minfin.fgov.be/portail2/belinvest/downloads/fr/publications/bro_notional_interest.pdf Consulté le 03/02/2015

Darte, D., Noël, Y., (2013). *Maîtriser l'Isoc*, edipro, Belgique, 1^e éd, p.607

Debrabander, K., (2012). *FAQ: Qu'entend-on par financement mezzanine*, lettre d'information n°1, BDO. En ligne

<http://www.bdo.be/en/~media/Files/BDO%20BE/Publications/Nieuwsbrieven/Nieuwsbrief%20BDO/2012/FR/lettredinformationno12012.pdf> Consulté le 25/06/2015

Deklerck, L., (2009). *Manuel pratique d'impôt des sociétés*, 8^e édition, Larcier, Bruxelles, p...

De Moor, N., 2014, Les instruments financiers hybrides, Actualité Patrimoniale, BNP Paribas Fortis. En ligne

https://www.bnpparibasfortis.be/pics/be/common/fr/lib_download/PRBK/Patrimoniale-actualiteit/2014/Actu-Patri-8.pdf?contract_type=sta Consulté le 27/02/2015

Dethier, S., (2013). *La Belgique : paradis fiscal ou rage taxatoire*, Au Quotidien, Centre Permanent pour la Citoyenneté et la Participation, Bruxelles, p24. En ligne

<http://www.cpcp.be/etudes-et-prospectives> Consulté le 25/06/2015

Devereux, M., Freeman, H., (1991). *A General Neutral Profits Tax*, Fiscal Studies, Vol 15, n° 3, p 1-15

De Wolf, M., (2000). *Droit comptable et droit fiscal : deux amants inséparables ?*, Liber Amirocum Henri Olivier, Bruges, La charte, pp201-210

Edubourse, (2012). *Capitaux propres, la richesse des entreprises?*. En ligne

<http://www.edubourse.com/guide-bourse/capitaux-propres.php> Consulté le 15/06/2015

Eeckhoudt, G., (2006). *La déduction des intérêts notionnels, un encouragement fiscal pour le capital à risque*, Fortis. En ligne

https://www.bnpparibasfortis.be/pics/be/common/fr/lib_download/brochures/Notionele-intrest.pdf Consulté le 10/05/2015

Euronext, (2015). Les différents types d'obligations, <http://www.bourse.be/centre-d-apprentissage/obligations/les-differents-types-d-obligations> Consulté le 25/06/2015

Fathi, E., Gailly, B., (2003). *La structure financière des PME de la haute technologie*, Working Paper, Institut d'administration et de gestion, Louvain School of Management. En ligne https://www.uclouvain.be/cps/ucl/doc/iag/documents/WP_103_Gailly.pdf Consulté le 27/02/2015

FE (a), (2015). *Le financement bancaire est aisément accessible en Belgique*, financementdesentreprises.be. En ligne <http://www.financementdesentreprises.be/fr/le-financement-bancaire-est-aisement-accessible-en-belgique> Consulté le 25/06/2015.

FE (b), (2015). *Le marché du capital à risque belge requiert de m'attention et un accroissement d'échelle*, financementdesentreprises.be. En ligne <http://www.financementdesentreprises.be/fr/le-marche-du-capital-a-risque-belge-requiert-de-lattention-et-un-accroissement-dechelle> Consulté le 25/06/2015

Gérard, M., Valenduc, C., (2007). *La politique fiscale sous contraintes*, Reflets et perspectives de la vie économique, Tome XLVI, de Boeck Supérieur, P. 173-192

Gielis, M., (2005). *Coûts et impact d'une distribution de dividendes*, Hebdo FiscalNet du 19 novembre 2005

Graham, JR., (1996a). *Debt and the marginal tax rate*, Journal of Financial Economics, 41, pp. 41-73

Graham, JR., (1996b). *Proxies for the corporate marginal tax rate*, Journal of Financial Economics, 42, pp. 187-221

Guide du créateur d'entreprise. En ligne

http://www.mijnstarterkit.be/documents/chap4_fr.pdf Consulté le 25/06/2015

Hagemann, R., Jones, B., Montador, B., (2001). *La réforme fiscale dans les pays de l'OCDE : Motifs, contraintes et mise en œuvre*. En ligne <http://www.oecd.org/fr/eco/finances-publiques/35620017.pdf> , Consulté le 10/06/2015

Helminen, M., (1999). *The Dividend Concept in International Tax Law: Dividend Payments Between Corporate Entities*, Series on International Taxation, Kluwer Law International, USA, p.375

Hillenius, N., (2014). *Allowance for Corporate Equity, A solution to the debt equity bias in Sweden*, Lunds University. En ligne <http://lup.lub.lu.se/luur/download?func=downloadFile&recordId=4462702&fileId=4462706> Consulté le 29/06/2015

Janssens, G., et Remue, S., (2008). *The effect of the notional interest deduction on the dividend policy of Belgian corporations*, Universiteit Gent, Faculteit Economie en Bedrijfskunde

Joking Nguéna, O., (2004). *Mathématiques et gestion financière*, De Boeck Université, 1^e éd

Kahn, G., (1990). *The Two Faces of Tax Neutrality : Do They Interact or Are They Mutually Exclusive ?*, Northern Kentucky Law Review, Vol 18, USA, p1-19. En ligne <http://ssrn.com/abstract=991695> Consulté le 26/02/2015

Klemm, A., (2006). Allowance for Corporate Equity in Practice, International Monetary Fund Working Paper. En ligne <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp06259.pdf>
Consulté le 10/03/2015

Knight, F.H. (1921). *Risk, uncertainty and profit*, Signalman Publishing, Ed. Houghton Mifflin

KPMG, (2010). *Déduction d'intérêt notionnel : pour stimuler les investissements en Belgique*.
En ligne
<https://www.kpmg.com/BE/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/Factsheet%20D%C3%A9duction%20d%27int%C3%A9r%C3%AAt%20notionnel.pdf> Consulté le
04/03/2015

Lapage, W., Vandendaelen, D., Caers, B., Debock, C., Van baelen, K., Boumas, E., Weicker, J-P., Engelen, K., (2013.) *Le financement de votre entreprise, un guide pratique*, Lettre d'information n°.3, BDO, p16

Laurent, M., (2015). *83% des crédits bancaires aux PME belges acceptés dans leur totalité*, Entreprendre à Bruxelles. En ligne <http://www.1819.be/fr/blog/83-des-credits-bancaires-aux-pme-belges-acceptes-dans-leur-totalite> Consulté le 08/05/2015

Lekime, E., (2014). *Baromètre PME 2014: En 10 ans, la valeur de la PME moyenne ne s'est que très légèrement améliorée*, Deloitte. En ligne
<http://www2.deloitte.com/be/en/pages/accountancy/topics/barometre-pme/comunique-de-presse-barometre-pme-2014.html> Consulté le 24/06/2015

Lamon, H., Van Bavel, A., (2013). *Aspects fiscaux de la comptabilité et technique de déclaration fiscale*, Bibliothèque fiscale de la Solvay Brussels School of Economics and Management, 4e édition, Larcier, p.1014

LesEchos, (2015). *Théorème de Modigliani Miller*. En ligne http://www.lesechos.fr/finance-marches/vernimmen/definition_theoreme-de-modigliani-miller.html Consulté le 29/06/2015

Mackie III, J.B., (2002). *Unfinished business of the 1986 tax reform act: an effective tax rate analysis of current issues in the taxation of capital income*, National Tax Journal, Vol 55, n° 2, pp. 293-337

Mankiw, G., Taylor, M P., (2010). *Principes de l'économie*, deBoeck, 1^e éd., p.1104

Marlère, M., (2014). *Impôt des sociétés*. Syllabus, ICHEC

Mckenzie, K., Thompson, A., (1996). *Les effets économiques de l'imposition des dividendes*, Document de Travail, Vol 7, n° 96

Milgrom, P., Roberts, J., (2003). *Economie, organisation et management*, deboek et Larcier, 1^e édition, Belgique, p241-242

Min, Z., (2014a). *Marché immobiliers, stabilité financière et économie*, Discours d'ouverture, Fond monétaire international. En ligne <https://www.imf.org/external/french/np/speeches/2014/060514f.htm> Consulté le 16/07/2015

Min, Z., (2014b). *Le temps de l'indifférence bienveillante à l'égard des booms immobiliers est révolu*, Blog du Fond monétaire international. En ligne <https://www.imf.org/external/french/np/blog/2014/061114.htm> Consulté le 16/07/2015

Minne, P., (2006). Préface : Aspects fiscaux de la comptabilité et technique de la déclaration fiscale, 3^e édition, Larcier, Bruxelles, p.3

Ministère de l'économie des finances et de l'industrie, (2011). *La fiscalité française*, Présentation synthétique de la fiscalité française. En ligne.

http://www.impots.gouv.fr/portal/deploiement/p1/fichedescriptive_3391/fichedescriptive_3391.pdf Consulté le 24/02/2015

Molay, E., (2005). *La structure financière du capital: tests empiriques sur le marché français*, Finance Contrôle Stratégie, Vol 8, n°4, p153-175

Moneystore, (2012). *Qu'es ce qu'une obligation perpétuelle?*. En ligne

<http://moneystore.be/2012/obligations/quest-quune-obligation-perptuelle> Consulté le 25/06/2015

Mooij, R., Devereux, M., (2008). *Alternative Systems of business Tax in Europe: An applied analysis of ACE and CBIT Reforms*, Oxford University Centre for Business Taxation, p136

Moore, N., (2013). *Taxes and Corporate Financing Decisions: Evidence from the Belgian ACE Reform*. En ligne http://www.eea-esem.com/files/papers/EEA-ESEM/2014/353/NadM_ACE-Leverage_2013-10.pdf Consulté le 27/06/2015

Mouriaux, F., Foulcher-Darwish, S., (2006). *Les capitaux propres des entreprises et la stabilité financière : l'apport d'une approche par « les capitaux propres nets en risque – ou net worth at risk »*, Banque de France, Revue de la stabilité financière, n°8, p 99-116

Murray, Z-F., Vidhan, K-G., (2005). *Trade-off and Pecking Order Theories of Debt*, Center For Corporate Governance, Working Paper, p. 88

NBER., (2007). *Difference-in-Differences Estimation*, Imbens/Wooldridge, Lecture Notes 10.

En ligne http://www.nber.org/WNE/lect_10_diffindiffs.pdf Consulté le 11/07/2015

Poutziouris, P., Chittenden, F., et Michaelas, N., (1999). *Evidence on the tax and investment affairs of small firms*, Journal of Small Business and Enterprise Development, 6(1), p 7-25

Princen, S., (2011). *Taxes do Affect Corporate Financing Decisions: The Case of Belgian ACE*, CESifo Working Paper, n° 3713

Schier, G., (2006). *Capital-risque: le mode d'emploi de la négociation*, L'expansion Management Review, n°1, l'express-Roularta, p 66-69

Robichek, A.A., Myers S.C., (1965). *Optimal Financing Decisions*, Englewood Cliffs, Prentice-Hall, Foundations of Finance Series

Rubner, A., (1966). *The Enshared Shareholder*, Pelican

Small Business Act (SBA), (2014). *Fiche technique*, Commission Européenne. En ligne http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-review/files/countries-sheets/2014/belgium_fr.pdf Consulté le 24/06/2015

Smith, A., (1999). *La richesse des nations*. Tome 1, Garnier Flammarion/Droit économie dictionnaire, Flammarion, France, p 531

SPF Economie, (2015). En ligne

http://www.belgium.be/fr/economie/entreprise/financement/fonds_propres/ Consulté le 26/01/2015

SPF Economie, (2012). Etude sur l'accès au financement, En ligne.

http://statbel.fgov.be/fr/binaries/accestofinancefr_tcm326-169118.pdf Consulté le 03/02/2015

SPF Finance, (2014). *Déduction pour investissement*, En ligne.

<http://finances.belgium.be/fr/Publications/> Consulté le 03/02/2015

SPF Finances, (2014). Mémento fiscal, n°26

Statistics Belgium, (2013). *La brique en chiffres: chiffres clés de la construction et de l'immobilier*, SPF Economie, Direction générale Statistique et Information économique. En ligne http://statbel.fgov.be/fr/binaries/A5_FR_batibouw%202013_tcm326-213556.pdf Consulté le 16/07/2015

Statistics Belgium, (2014). *Prix de l'immobilier*, SPF Economie, Direction générale Statistique et Information économique. En ligne

http://statbel.fgov.be/fr/statistiques/chiffres/economie/construction_industrie/immo/

Consulté le 16/07/2015

Szafran, D., (2006). *Comment financer la croissance de ma PME*, Institut des réviseurs d'entreprises. En ligne <https://www.ibr->

[ire.be/fr/publications/series_actuelles/brochures/pme/Documents/5301_Comment-financer-la-croissance-de-ma-PME.pdf](https://www.ibr-ire.be/fr/publications/series_actuelles/brochures/pme/Documents/5301_Comment-financer-la-croissance-de-ma-PME.pdf) Consulté le 03/02/2015

Timmermans, P., Wilmots, H., (2013). *Financement des entreprises, guide pratique pour une stratégie durable*, Fédération des Entreprises de Belgique, édition de juin 2013. En ligne

<http://vbo->

[feb.be/Global/Publicaties/Gratis%20downloads/Brochure%20financiering%20van%20bedrijven_FRlow.pdf](http://vbo-feb.be/Global/Publicaties/Gratis%20downloads/Brochure%20financiering%20van%20bedrijven_FRlow.pdf) (Consulté le 26/01/2015)

Van Caillie, D., (1998). *Etude longitudinale de la structure financière des Petites ou Moyennes Entreprises belges de 9 secteurs industriels*, Congrès International Francophone de la PME, Metz, pp. 1-21

Van Campenhout, G., Van Caneghem, T., (2011). *How did the notional interest deduction affect Belgian SME's capital structure?*, Small Bus Econ, p 1-23

Van den Dorpe, M., (1999). *Prime d'émission dans le cadre d'une augmentation de capital*, Institut Professionnel des Comptables et Fiscalistes Agréés. En ligne
<http://www.ipcf.be/Index.asp?Idx=1587> Consulté le 20/06/2015

Van Kerchove, W., (2013). *Impôt des sociétés : Guide pratique*, Larcier Business, 1^e édition, p 497

Van Kerchove, W., (2005). *La déduction des intérêts notionnels : un beau cadeau !*, Hebdo FiscalNet du 26 novembre 2005,

Van Sante, M., et Manceaux, J., (2011). *Stabilité dans un environnement agité*. En ligne
http://www.immoweb.be/Mx_pdf/4726_300BFB5F-C9D8-9DCF-9DF5C0C9D963EF0A_fr.pdf
 Consulté le 08/07/2015

Arrêt de la Cour de cassation du 20 février 1997 (JDF 1997, p38)

Wanda, R., (2001). *Structure financière et performance des entreprises dans un contexte sans marché financier: le cas du Cameroun*. En ligne
<http://www.cybel.fr/html/Communaute/rdf/images/wanda.pdf> Consulté le 25/06/2015

Wiwattanakantang, Y., (1999). An empirical study on the determinants of the capital structure of Thai firms, *Pacific Basin Finance Journal*, 7, pp. 371-403

Weichenrieder, A., Klautke, T., (2008). Taxes and the efficiency costs of capital distortions. CESifo Working Paper n° 2431

ANNEXES

Annexe 1: Les étapes pour passer du résultat comptable au résultat fiscal

Opération 1 : Détermination des bénéfices de la période imposable

Opération 2 : Ventilation du résultat fiscal d'après sa provenance

Opération 3 : Déduction des éléments immunisés ou non imposables

Opération 4 : Déduction des revenus définitivement taxés et des revenus mobiliers exonérés

Opération 5 : Déduction pour revenus de brevets

Opération 6 : Déduction des intérêts notionnels ou la déduction pour capital à risque (DIN ou DCR)

Opération 7 : Déduction des pertes antérieures

Opération 8 : Déduction pour investissement

Opération 9 : Déduction pour stock reporté de déduction pour capital à risque accumulé jusqu'à l'exercice d'imposition 2012 inclus

(Annexe 1)

Annexe 2 : Résultats pour l'Allemagne pour le test de significativité

- Pour 2006

```
. reg DCoefficient2006 DTaxes2006 Croissance2006 DTangible2006 DSolva2006 DROA2006
```

Source	SS	df	MS	Number of obs =	205
Model	386.640668	6	64.4401113	F(6, 198) =	16.19
Residual	788.061773	198	3.98010997	Prob > F =	0.0000
				R-squared =	0.3291
				Adj R-squared =	0.3088
Total	1174.70244	204	5.7583453	Root MSE =	1.995

DCoeffici~2006	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
DTaxes2006	.0002466	.0000952	2.59	0.010	.0000589 .0004342
Croissance2006	3.162544	.4949928	6.39	0.000	2.186409 4.138678
DTangible2006	.1333881	.0467034	2.86	0.005	.0412882 .225488
DSolva2006	-.377557	.2662404	-1.42	0.158	-.9025878 .1474738
DROA2006	.0008804	.0054271	0.16	0.871	-.0098219 .0115827
DAvantages2006	.1285568	.0224751	5.72	0.000	.0842355 .172878
_cons	.0130065	.1433655	0.09	0.928	-.2697127 .2957258

- Pour 2007

```
. reg DCoefficient2007 DTaxes2007 Croissance2007 DTangible2007 DSolva2007 DROA2007
```

Source	SS	df	MS	Number of obs =	206
Model	7290.71384	6	1215.11897	F(6, 199) =	3.25
Residual	74305.2424	199	373.393178	Prob > F =	0.0045
				R-squared =	0.0894
				Adj R-squared =	0.0619
Total	81595.9562	205	398.029055	Root MSE =	19.323

DCoeffici~2007	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
DTaxes2007	-.0469169	.0817776	-0.57	0.567	-.2081789 .114345
Croissance2007	.3151379	1.433703	0.22	0.826	-2.512061 3.142337
DTangible2007	1.851349	2.555585	0.72	0.470	-3.188153 6.890851
DSolva2007	-12.77087	4.816265	-2.65	0.009	-22.26834 -3.273407
DROA2007	.1523977	.1719312	0.89	0.376	-.1866432 .4914385
DAvantages2007	-9.219029	3.491901	-2.64	0.009	-16.10491 -2.333152
_cons	2.886166	1.392046	2.07	0.039	.141112 5.631219

Annexe 3 : Résultats pour l'Allemagne de la vérification de l'hétéroscédasticité

- Pour 2006

```
Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity
Ho: Constant variance
Variables: fitted values of DCoefficient2006

chi2(1)      = 3880.44
Prob > chi2   = 0.0000
```

- Pour 2007

```
Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity
Ho: Constant variance
Variables: fitted values of DCoefficient2007

chi2(1)      = 758.48
Prob > chi2   = 0.0000
```

Annexe 4 : Résultats pour l'Allemagne du test de colinéarité

- Pour 2006

```
. reg DTaxes2006 Croissance2006 DTangible2006 DSolva2006 DROA2006 DAvantages2006
```

Source	SS	df	MS	Number of obs =	205
Model	68766519.3	5	13753303.9	F(5, 199) =	6.23
Residual	439509385	199	2208589.88	Prob > F =	0.0000
Total	508275905	204	2491548.55	R-squared =	0.1353
				Adj R-squared =	0.1136
				Root MSE =	1486.1

DTaxes2006	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
Croissance2006	-1867.015	344.1595	-5.42	0.000	-2545.682 -1188.347
DTangible2006	-20.97876	34.75851	-0.60	0.547	-89.52104 47.56351
DSolva2006	20.19295	198.3228	0.10	0.919	-370.891 411.2769
DROA2006	-.0329814	4.042753	-0.01	0.993	-8.005115 7.939152
DAvantages2006	-2.309726	16.74136	-0.14	0.890	-35.32295 30.7035
_cons	-10.88981	106.7931	-0.10	0.919	-221.4812 199.7016

- Pour 2007

```
. reg DTaxes2007 Croissance2007 DTangible2007 DSolva2007 DROA2007 DAvantages2007
```

Source	SS	df	MS	Number of obs =	206
Model	2605.62304	5	521.124609	F(5, 200) =	1.87
Residual	55833.8355	200	279.169177	Prob > F =	0.1017
Total	58439.4585	205	285.070529	R-squared =	0.0446
				Adj R-squared =	0.0207
				Root MSE =	16.708

DTaxes2007	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
Croissance2007	.3772587	1.239393	0.30	0.761	-2.066696 2.821213
DTangible2007	-.5228087	2.209429	-0.24	0.813	-4.879573 3.833956
DSolva2007	.1374974	4.16447	0.03	0.974	-8.074406 8.3494
DROA2007	-.3799749	.1462157	-2.60	0.010	-.668297 -.0916528
DAvantages2007	-2.657309	3.013491	-0.88	0.379	-8.5996 3.284982
_cons	-.2069525	1.203572	-0.17	0.864	-2.580271 2.166366