

# Limitation de la déductibilité des intérêts de la dette : mais que disent vraiment Modigliani & Miller ?

Parmi les propositions du gouvernement qui agitent la place de Paris actuellement, figure la proposition de limiter la déductibilité des intérêts de la dette. Notre président et le gouvernement n'en sont pas à leur premier coup d'essai... Déjà en juin 2011, messieurs les députés Hollande, Moscovici et Sapin avaient proposé un amendement à la loi de finance rectificative pour 2011 : «de façon générale, l'entrepreneur a intérêt à ne pas réinvestir les bénéfiques et à s'endetter afin de réduire l'assiette de son impôt. Ce phénomène a été mis en avant de longue date, notamment avec le fameux théorème de Modigliani-Miller.»



Sophie Vermeille,  
directrice,  
Institut Droit &  
Croissance

Est-ce vraiment ce que nous disent les deux prix Nobel d'économie ? Pas tout à fait... Selon F. Modigliani et M. Miller, dans un monde parfait, c'est-à-dire un monde dans lequel, les parties sont omniscientes (pas «d'asymétrie d'information»), elles peuvent renégocier les contrats de dette notamment sans frais d'avocats («sans coûts de transaction») et dans lequel il n'y a pas de traitement fiscal privilégiant la dette plutôt que les fonds propres – nous y voilà – peu importe le ratio dette/fonds propres de la société, sa valeur dépend uniquement de ses perspectives de trésorerie future.

Et comme le monde n'est pas parfait, les dirigeants (comme les fonds de LBO) se creusent la tête pour trouver la structure du capital idéale...

Depuis cinquante ans, empruntant les pas de F. Modigliani et N. Miller, des centaines d'économistes s'interrogent sur toutes les raisons susceptibles de pousser tel ou tel type d'entreprises à préférer recourir à l'emprunt plutôt qu'à des fonds propres et inversement. Aucun chercheur n'a réussi à ce jour à intégrer dans un modèle tous les paramètres à prendre compte, de sorte qu'il n'est pas possible de théoriser le processus de décision des dirigeants d'entreprise.

La question serait donc finalement plus compliquée qu'il n'y paraît... En affirmant que l'entrepreneur se déciderait uniquement en fonction de considérations fiscales, nos politiques français auraient-ils réussi à résoudre un problème insoluble pour tant d'économistes ? Méritent-ils le prix Nobel d'économie ?

***Dans un monde parfait, c'est-à-dire un monde dans lequel, les parties sont omniscientes, elles peuvent renégocier les contrats de dette notamment sans frais d'avocats et dans lequel il n'y a pas de traitement fiscal privilégiant la dette plutôt que les fonds propres....***

Si la fiscalité était le seul élément déterminant dans la décision du chef d'entreprise, comment expliquer que, par rapport aux Allemands, qui eux ont plafonné depuis bien longtemps la déductibilité des intérêts à 30 % de l'EBITDA au-delà de 1 million d'euros (seuil porté à 3 millions d'euros en 2009 dans le cadre des mesures de relance), nos PME, parmi les plus solides, font moins usage de l'effet de levier que leurs homologues allemandes ?

La Cour des comptes relevait ainsi en mars 2011 dans son rapport sur les prélèvements fiscaux et sociaux en France et en Allemagne : «Les relations entre investisseurs et entreprises sont marquées en

Allemagne par des liens personnels, et souvent anciens. Le financement des entreprises y est traditionnellement assuré par le crédit bancaire. Par exemple, dans le secteur manufacturier, les crédits bancaires représentaient en 2008 17,5 % du passif des PME en Allemagne, contre 10 % en France.»

Parmi toutes les théories développées en économie, la théorie du «trade-off» est celle que nos politiques et nos fonctionnaires de Bercy, en particulier, semblent ignorer année après année : le niveau d'endettement procéderait d'un équilibre entre l'avantage fiscal que procure le recours à la dette (par rapport aux fonds propres) et le surplus de coût de détresse financière supporté par l'emprunteur, en raison de l'augmentation de son risque de défaut.

Faut-il le rappeler ? S'endetter revient à conclure un engagement de... rendre l'argent. L'impossibilité de le faire, place l'emprunteur en situation de défaut. La société subit des coûts dits de détresse financière, c'est-à-dire des coûts directs (frais de conseil, etc.) et indirects (sous-investissement, perte de compétitivité, etc.) dès qu'elle anticipe qu'elle ne pourra pas rembourser à terme sa dette. Le quantum des coûts supportés dépend notamment de l'efficacité du droit des procédures collectives, c'est-à-dire de la capacité du droit à faire en sorte que les différentes parties (actionnaires, créanciers, dirigeants) arrivent rapidement à corriger l'erreur de calibrage de la dette, en modifiant le contrat de prêt ou en provoquant une conversion de la dette en actions.

Or, en l'espèce, notre droit des procédures collectives est un modèle de singularité et surtout d'inefficacité (contrairement à l'Allemagne qui tend à s'aligner de plus en plus sur le modèle américain). Il reste figé sur le modèle de la société entrepreneuriale et confond l'intérêt de la préservation de la valeur d'entreprise avec l'intérêt de la préservation des droits des actionnaires... En résumé, la loi tend à favoriser les actionnaires sur les créanciers en dépit du contrat qui les lie et qui prévoit que les premiers doivent supporter

les pertes avant les seconds, même en amont d'une cessation des paiements. Ce changement de règles du jeu imposé par la loi entraîne des négociations en longueur et, au final, un résultat insatisfaisant pour l'entreprise, comme pour ses créanciers. Pas étonnant donc que le niveau d'endettement de nos PME, même solides, soit si faible ! Leur probabilité de défaut étant en effet par nature plus élevée que celle des entreprises du CAC 40, les PME sont davantage affectées par l'inefficacité du droit.

***Parmi toutes les théories développées en économie, la théorie du «trade-off» est celle que nos politiques et nos fonctionnaires de Bercy, en particulier, semblent ignorer année après année : le niveau d'endettement procéderait d'un équilibre entre l'avantage fiscal que procure le recours à la dette et le surplus de coût de détresse financière supporté par l'emprunteur, en raison de l'augmentation de son risque de défaut.***

Peut-être qu'avant de s'attaquer à la question de la déductibilité des intérêts, nos politiques pourraient penser à corriger le «problème» ?

Remercions au passage la Cour des comptes qui, dans son rapport de juillet 2012 sur le financement de l'économie, recommande au gouvernement de s'interroger à l'avenir sur l'efficacité de notre droit des procédures collectives afin de favoriser le financement des PME. ■

**Option**  
**DROIT & AFFAIRES**

Directeur de la rédaction :  
Jean-Guillaume d'Ornano  
01 53 63 55 55

Rédactrice en chef :  
Ondine Delaunay Chambaud 01 53 63 55 61  
ondine.delaunay@optionfinance.fr  
Rédaction :  
Florent Le Quintrec 01 53 63 55 73  
florent.lequintrec@optionfinance.fr  
Gabriel Mikulafka a contribué à ce numéro.

**Option Finance** 91 bis rue du Cherche-Midi • 75006 Paris • Tél. 01 53 63 55 55

Editeur : Lucy Letellier 01 53 63 55 56  
lucy.letellier@optionfinance.fr

Conception graphique :  
Florence Rougier 01 53 63 55 68  
Maquettiste : Fanny Parisot

Publicité :  
Régie : Option Finance SAS  
91 bis rue du Cherche-Midi  
75006 PARIS  
Tel : 01 53 63 55 56 - Fax : 01 53 63 55 60  
Assistante : Sylvie Alinc 01 53 63 55 63  
Secrétaire générale : Laurence Fontaine  
01 53 63 55 54

Administration, abonnements  
Service abonnements : 18-24, quai de la Marne  
75164 Paris Cedex 19 - Tél 01 44 84 80 45  
Fax 04 42 00 56 92 -  
optionfinanceabonnements@dipinfo.fr  
Impression : Ambiance graphique - Hôtel d'Entreprises, rue Aristide Bergès, Local D1 - 17180 Périgny  
N° de commission paritaire : 0117 | 90179  
N° ISSN : 2105-1909  
Editeur : Option Droit & Affaires est édité par  
Option Finance SAS au capital de 2 043 312 euros.  
Siège social : 91, bis rue du Cherche-Midi - 75006 PARIS  
RCS Paris B 342 256 327  
Directeur de la Publication : Jean-Guillaume d'Ornano  
Fondateur : François Fahys  
Option Finance édite : Option Finance,  
Option Finance à 18 heures, Option Droit & Affaires,  
Funds, Family Finance, AOF, OFE.