

## CUMEX FILES

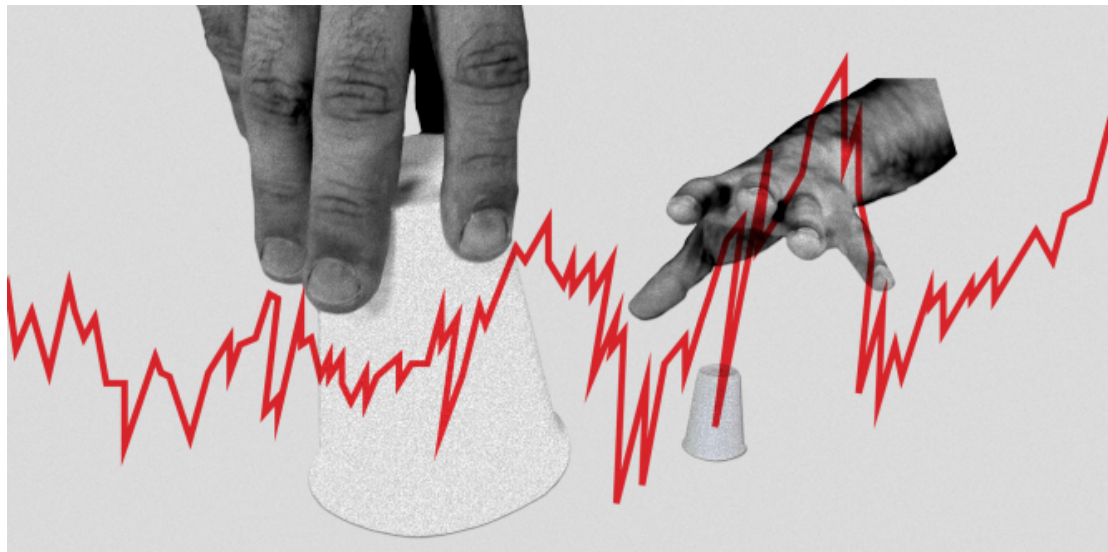
# « CumEx Files » : en France, des milliards d'euros d'impôts sur les dividendes échappent chaque année au fisc

Grâce à un dispositif ingénieux d'optimisation fiscale, des banques ont permis à des investisseurs étrangers d'alléger leurs impôts aux dépens du fisc.

Par Maxime Vaudano, Anne Michel et Jérémie Baruch

Publié le 18 octobre 2018 à 11h00, mis à jour le 19 octobre 2018 à 06h38 • Lecture 7 min.

Article réservé aux abonnés



Chaque année, la France perdrait jusqu'à trois milliards d'euros de recettes fiscales à cause de l'arbitrage de dividendes. AGATHE DAHYOT / LE MONDE

Chaque année, plusieurs milliards d'euros d'impôts échappent à la France, en raison de montages financiers élaborés par d'habiles traders. C'est un secret de Polichinelle dans les salles de marché des banques. Un mal nécessaire pour que la France reste compétitive aux yeux des investisseurs étrangers, diront les uns. Une évasion fiscale à grande échelle sur le dos du contribuable français, objecteront les autres.

Dans le jargon, cette discipline s'appelle l'arbitrage de dividendes, en abrégé « div-arb ». Un nom si inoffensif que les traders n'hésitent pas à l'afficher sur leur curriculum vitae. Le « div-arb » se pratique depuis des décennies dans des banques ayant pignon sur rue, qui n'ont nul besoin de recourir à des paradis fiscaux et des sociétés offshore pour gagner des dizaines de millions d'euros. Et pourtant, il a pour unique but d'échapper à l'impôt.

Les Français étant imposés sur leurs revenus, l'arbitrage de dividendes n'a d'intérêt que pour les investisseurs étrangers. Sur le principe, la manœuvre est d'une simplicité biblique. Chaque fois qu'un investisseur étranger reçoit des dividendes d'une société française cotée en Bourse, comme Air Liquide ou LVMH, il est censé s'acquitter d'une taxe, de 15 % dans la plupart des cas, mais variable selon la nationalité. Pour alléger sa feuille d'impôts, il lui suffit de « prêter » ses actions à une banque française peu de temps avant la distribution du dividende. La banque, qui reçoit le dividende à sa place, n'a plus qu'à le lui reverser quelques jours plus tard, en même temps qu'elle lui rend ses

actions. Le fisc n'y voit que du feu : il n'impose ni la banque, qui n'a réalisé qu'un faible profit dans la transaction, ni l'investisseur étranger, qui n'a techniquement pas reçu de dividende. Il ne leur reste qu'à se partager le bénéfice de ce subterfuge fiscal.

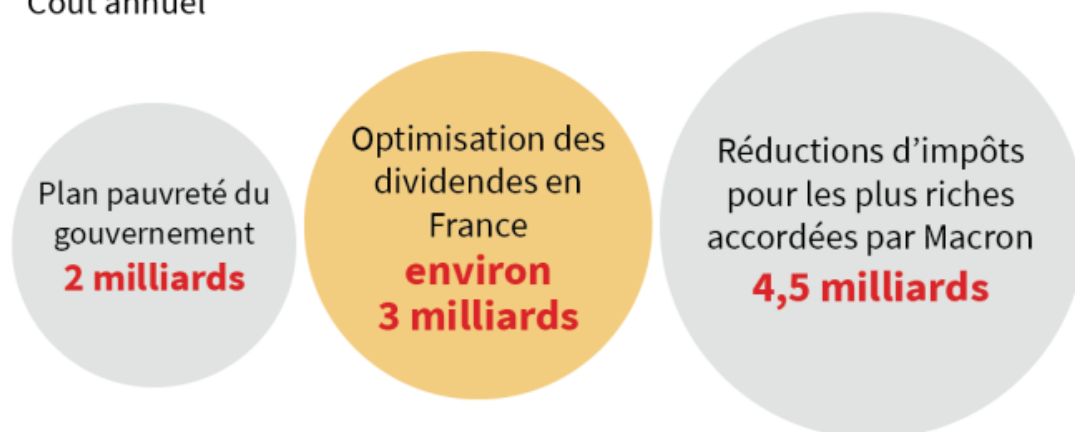
## Jusqu'à 3 milliards par an perdus pour le fisc

Ces montages, surnommés « CumCum » (du latin *cum*, avec... dividende) dans le jargon financier, ne sont pas l'apanage d'un petit cercle de virtuoses de la fiscalité. « *L'immense majorité des investisseurs étrangers dans les sociétés cotées françaises optimisent ainsi leurs dividendes* », confient plusieurs traders. Il suffit pour s'en convaincre d'observer le volume des emprunts d'actions, qui explose autour de la date du dividende. Or, tous les spécialistes l'affirment : il n'existe pas vraiment d'autre justification que l'arbitrage fiscal pour expliquer cette anomalie.

Quand on sait que près de la moitié des dividendes versés par les sociétés du CAC 40 reviennent à des étrangers, la perte fiscale potentielle pour la France est considérable : jusqu'à 3 milliards d'euros par an, selon les estimations du *Monde*. Soit plus que le coût annuel du plan de lutte du gouvernement contre la pauvreté.

## Que représente le scandale des dividendes en France ?

Coût annuel



Que représente le scandale des dividendes en France ? LE MONDE

## Les grandes banques françaises dans la combine

Pour être aussi systémique, l'arbitrage de dividendes nécessite le concours de puissantes institutions financières, seules à même de rassembler d'immenses stocks d'actions, de financer les opérations et de procéder aux transactions. Les trois principales banques françaises (BNP Paribas, le Crédit agricole et la Société générale) ont ainsi chacune assigné des traders à des transactions de « div-arb ». La plupart se retrouvent au sein des desks delta one, ces équipes rendues célèbres par Jérôme Kerviel, condamné en 2012 après avoir causé d'énormes pertes à la Société générale. « *C'est très facile, beaucoup d'argent a été fait avec ça* », témoigne un ancien trader de cet établissement. Car les banques n'aident pas gratuitement les investisseurs étrangers à échapper à l'impôt : elles prélèvent des frais importants sur les transactions pour se rémunérer.

Sans surprise, ce business français a aussi attiré les sulfureux traders impliqués dans le scandale du « CumEx » allemand. Nombre d'entre eux ont mis en place en France de tels schémas sophistiqués de « CumCum », en profitant, la plupart du temps, des avantages offerts par les traités fiscaux signés par Paris.

Une petite banque australienne, Macquarie, a ainsi reconnu auprès du *Monde* avoir gagné plusieurs

dizaines de millions d'euros avec des arbitrages au détriment de la France entre 2006 et 2009. Elle a profité pour cela de la convention fiscale entre la France et le Danemark, très avantageuse pour les dividendes. Selon un porte-parole, la banque est sortie blanchie d'un contrôle fiscal mené par la France en 2013 sur sa filiale française... mais l'essentiel de son activité passait en réalité par sa filiale danoise !

Autres figures-clés du scandale qui a éclaté outre-Rhin, le financier britannique Sanjay Shah et le banquier néo-zélandais Paul Mora ont eux aussi mis en place des fonds d'investissement spécifiques pour la France. On ignore combien de millions d'euros ont généré ces transactions.

En revanche, *Le Monde* a pu examiner des données internes de la Deutsche Bank qui détaillent pas moins de 1,8 milliard d'allers et retours rapides d'actions françaises entre 2008 et 2011, regroupées dans un compte « gestion des dividendes ». Si les clients pour lesquels la banque allemande a agi ne sont pas connus, le profit fiscal potentiel de tels échanges s'élève à plus de 200 millions d'euros. La banque reconnaît avoir été « impliquée dans certaines des transactions CumEx de ses clients » mais souligne qu'elle « coopère pleinement avec les autorités ».

Sept ans plus tard, le filon français ne semble pas épuisé. Les médias allemands partenaires des « CumEx Files » ont obtenu des documents confidentiels qui montrent que la France reste aujourd'hui une cible de choix pour les tradeurs de dividendes. Dans une brochure datée de juin 2018, un ancien collaborateur de Sanjay Shah travaillant désormais à son compte propose des transactions « CumCum » dans sept pays européens, dont la France.

Les deals sont « moins agressifs » qu'à l'époque du CumEx allemand, mais « toujours très lucratifs », selon le tradeur, qui a même obtenu le blanc-seing d'un grand cabinet d'audit financier sur la légalité de montages d'optimisation fiscale de dividendes français passant par Dubaï pour rassurer les investisseurs potentiels. D'après cette note, rédigée en 2015, ces transactions restent dans les clous de la légalité, même si « les distributions de dividendes (...) suscitent de plus en plus d'intérêt de la part des autorités fiscales françaises ». Le cabinet assure même qu'il est possible d'échapper en toute légalité à la taxe française sur les transactions financières, instaurée en 2012 pour décourager la spéculation sur les actions boursières.

La France figure dans les pays ciblés par l'arbitrage de dividendes dans cette brochure

de juin 2018, obtenue par Correctiv, Die Zeit et la télévision ARD. CORRECTIV

## Les administrations au courant, mais pas les ministres

L'évasion fiscale des dividendes est connue depuis longtemps de l'administration française. Les premiers cas publics remontent aux années 1980 ; depuis, de nombreux universitaires ont documenté le phénomène. Pourtant, la question ne semble jamais être remontée au niveau politique. L'ancien secrétaire d'Etat chargé du budget Christian Eckert assure ne pas avoir été saisi de problèmes liés à de telles pratiques durant son mandat à Bercy, de 2014 à 2017. Pas plus que Michel Sapin, son ministre de tutelle.

En tant que gendarme des marchés, l'Autorité des marchés financiers (AMF) serait la mieux placée pour détecter des opérations douteuses et les signaler au fisc. Lors d'une audition au Sénat sur l'évasion fiscale, en 2013, son président Gérard Rameix a d'ailleurs confirmé que ses équipes avaient identifié des transactions « réalisées par des personnes dans le but de ne plus être propriétaires du titre au moment où le dividende se détache ». Pourtant, l'AMF botte aujourd'hui en touche, en assurant que la question fiscale n'entre pas dans son mandat.

De son côté, Bercy explique que le sujet a été identifié, mais que les dossiers dans son viseur susceptibles de franchir la ligne rouge séparant l'optimisation de la fraude sont « très peu nombreux ». Selon nos informations, l'un de ces contrôles, toujours en cours, concerne les activités d'arbitrage d'une grande banque française, pour lesquelles le préjudice fiscal pourrait se chiffrer en dizaines, voire en centaines de millions d'euros.

Selon le fisc, « il n'y a pas de fraude de grande ampleur identifiée, et donc pas de pertes fiscales de grande ampleur ». Toutefois, aucune étude d'envergure n'a été conduite en France pour estimer le coût global des pratiques d'arbitrage de dividendes.

Difficiles à identifier, les établissements fautifs sont encore plus difficiles à sanctionner. Car les techniques des tradeurs – prêter, acheter ou vendre une action pour une courte durée – ne sont pas illégales. Or, le fisc doit prouver que ces opérations ont une visée exclusivement fiscale et relèvent de ce qu'on appelle l'abus de droit – une gageure.

Seule une réforme législative pourrait mettre le « div-arb » hors jeu, comme l'ont fait avec succès les Etats-Unis ou l'Allemagne ces dernières années. Reste à savoir si le gouvernement est prêt à se saisir du dossier, tant la question de l'attractivité économique est sensible sous la présidence Macron. « Si on imposait aux investisseurs de payer ces taxes, ils se détourneraient de la France et iraient investir ailleurs », prédit ainsi un ancien tradeur de dividendes.

CumCum : comment certains investisseurs réussissent à ne pas payer d'impôts sur les dividendes. AGATHE DAHYOT/LE MONDE

## **Le lexique des CumEx Files**

---

### **Action (ou titre)**

C'est le titre de propriété d'une entreprise. Une entreprise cotée en bourse a généralement des millions d'actions, détenues par des actionnaires différents.

### **Arbitrage de dividendes**

Cette technique d'optimisation fiscale, pratiquée par la plupart des établissements financiers, permet de réduire la fiscalité des propriétaires étrangers d'actions cotées en Bourse. Elle consiste à transférer artificiellement, et provisoirement, la propriété des actions vers un pays à faible fiscalité au moment du versement du dividende, pour éviter de payer les taxes sur ce dividende. Le bénéfice fiscal ainsi réalisé est réparti entre le propriétaire de l'action et l'établissement qui l'a aidé.

**Maxime Vaudano, Anne Michel et Jérémie Baruch**