



LA TAXE ZUCMAN

*Diagnostic fiscal,
rendement effectif
et effets macroéconomiques*

JUIN 2026

L'essentiel

Synthèse additionnelle

Lecture en 2 mn

La taxe Zucman promet de corriger une « anomalie » fiscale et de rapporter jusqu'à 25 milliards d'euros par an.

L'examen méthodique conduit dans cette note montre qu'aucune de ces deux promesses ne résiste à un calcul cohérent.

Une « anomalie » qui disparaît une fois le calcul rendu cohérent. Le chiffre fondateur – des milliardaires imposés à 0,3% de leur patrimoine contre 1,1% pour les autres – compte la taxe foncière des classes moyennes mais ignore l'impôt sur les sociétés déjà acquitté par les entreprises des milliardaires, tout en imputant à ces derniers les bénéfices non distribués de leurs sociétés.

Corrigée symétriquement, la comparaison s'inverse : le taux effectif des ultra-riches s'établit un peu en dessous de 2% du patrimoine – pratiquement le niveau exigé par la taxe – et les milliardaires acquittent 26,2% de leur revenu économique, contre 24,5% au seuil du top 10%.

Des recettes divisées par quatre, avant même toute réaction des contribuables. Déduire l'IS déjà payé – comme l'exige la cohérence interne de la méthode Zucman – ramène le rendement de 24 à environ 5,5 milliards d'euros par an. Les réactions des contribuables, documentées par toutes les expériences étrangères, érodent ensuite la base de 14 à 34% à moyen terme, et de 30% à horizon de trente ans.

Un impôt structurellement fragile. 45% de l'assiette repose sur trois familles ; 80% de la variance des recettes s'explique par les seuls mouvements du CAC 40. En 2009, les recettes auraient chuté de près de 40% en un an – précisément quand l'État en aurait eu le plus besoin.

Un bilan fiscal net négatif. La perte de production de 1,3 à 1,8% du PIB détruirait 17 à 24 milliards d'euros de recettes induites chaque année : dans tous les scénarios méthodologiquement cohérents, la taxe détruit plus de recettes qu'elle n'en crée, jusqu'à -22,75 milliards par an.

Une impasse pratique. Pour les fondateurs d'entreprises en croissance, l'impôt frappe une valorisation théorique sans liquidité correspondante ; le paiement en nature proposé conduit soit à une nationalisation rampante, soit à un dispositif vide de substance économique.

Conclusion – Un taux de 2% assis sur le stock de patrimoine, sans imputation de l'IS et sans coordination internationale crédible, ne permet pas d'atteindre l'objectif qui lui est fixé.

Six chiffres à retenir

5,5 Mds €

de rendement direct
annuel réel, contre
20 à 25 annoncés

≈ 2%

taux effectif corrigé
des ultra-riches,
contre 0,3% avancé

45%

de l'assiette détenue
par trois familles

80%

de la variance des recettes
expliquée par le CAC 40

-1,3%

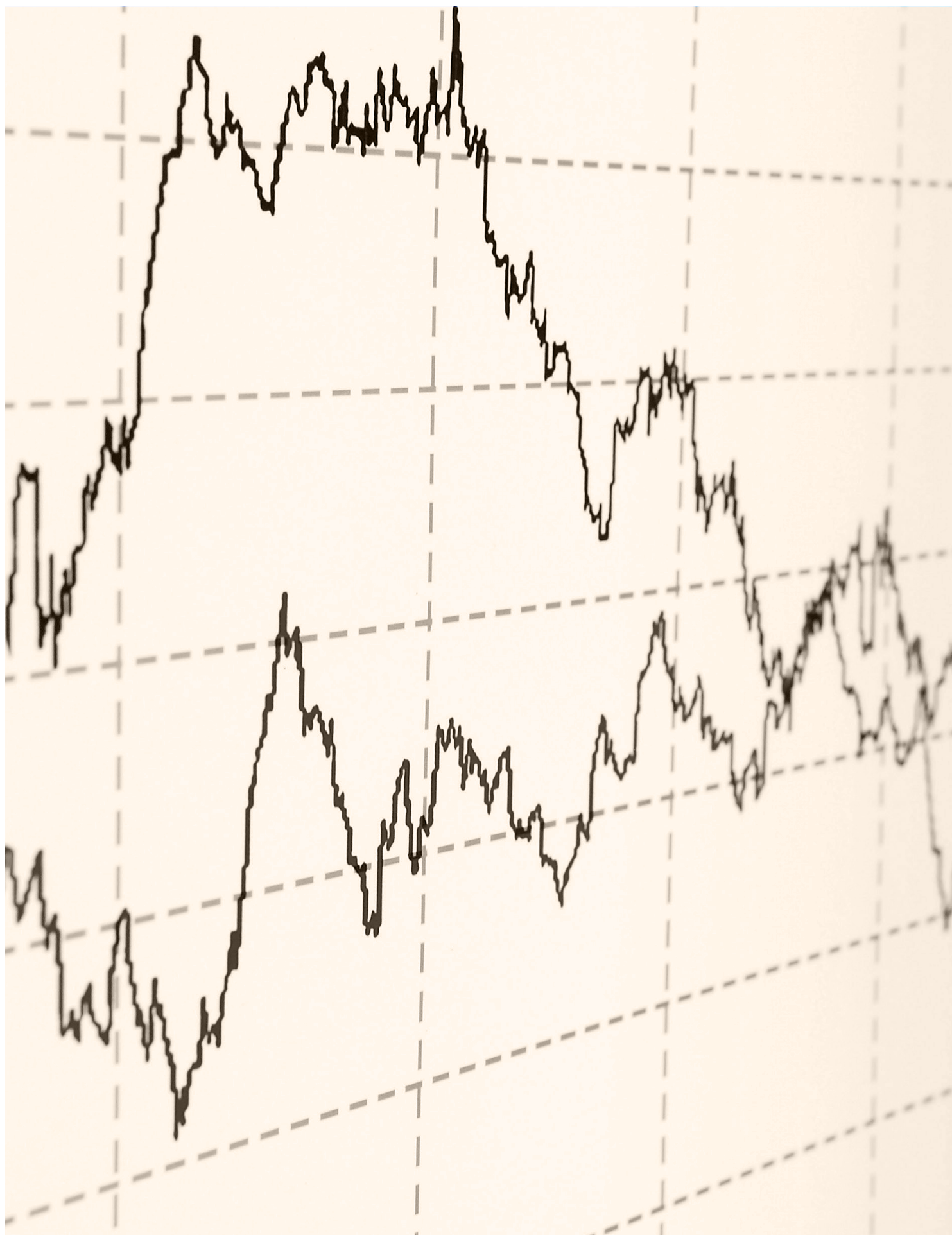
de PIB perdu à long terme,
soit 36 Mds €/an

-11,5 Mds €

de bilan fiscal net annuel dans
le scénario central

Sommaire

PAGE 6	Synthèse exécutive
PAGE 8	1. Introduction
PAGE 10	2. Un diagnostic fiscal à deux poids deux mesures
PAGE 10	2.1 Une réalité économique : la composition du patrimoine change avec le niveau de richesse
PAGE 11	2.2 Une asymétrie de traitement entre patrimoine immobilier, épargne financière et patrimoine professionnel
PAGE 11	2.3 La correction symétrique : pour le top 10%, de 29,9% à 24,5%
PAGE 12	2.4 La même asymétrie sur la base patrimoniale : le 0,3% et le 1,1% sont incompatibles
PAGE 14	3. Le rendement réaliste : autour de 5 milliards, pas 25
PAGE 14	3.1 Une assiette plus petite que le classement Challenges
PAGE 14	3.2 La correction d'imputation de l'IS : éviter de compter deux fois le même impôt
PAGE 16	4. Les réactions des contribuables érodent la base
PAGE 16	4.1 Deux mécanismes de réponse, un seul mesuré dans le débat public
PAGE 17	4.2 Trois ancres empiriques pour évaluer la trajectoire d'érosion
PAGE 18	4.3 L'expérience française de l'ISF confirme le diagnostic
PAGE 18	4.4 Synthèse des projections dynamiques
PAGE 20	5. Deux fragilités structurelles aggravent le diagnostic
PAGE 20	5.1 Une assiette concentrée sur trois familles
PAGE 21	5.2 Une dépendance massive aux mouvements de la Bourse
PAGE 22	6. Les effets macroéconomiques : au-delà des recettes
PAGE 22	6.1 Les cinq mécanismes à l'œuvre
PAGE 23	6.2 Une perte d'output permanente d'au moins 1,3% du PIB
PAGE 24	6.3 Un bilan fiscal net négatif
PAGE 26	7. La coordination internationale est hors de portée
PAGE 26	7.1 L'échec récent du Pilier 2 invite à la prudence
PAGE 26	7.2 L'exit tax : l'expérience française et norvégienne
PAGE 27	7.3 La correction d'IS reste valable, indépendamment de la mobilité
PAGE 28	8. Le piège des entreprises innovantes : taxer la valorisation, pas la trésorerie
PAGE 28	8.1 Le cas Mistral AI illustre l'impossibilité concrète
PAGE 29	8.2 La solution du paiement en nature et ses trois critiques
PAGE 29	8.3 Trois effets structurels sur la capacité d'innovation
PAGE 30	9. Conclusion
PAGE 31	Notes techniques de bas de page
PAGE 31	Bibliographie sélective



L'étude et les auteurs

Cette étude a été réalisée pour Trop, c'est trop !

*par Pierre Andrews, doctorant en économie,
avec l'aide scientifique de Nathalie Janson,
Antoine Levy, Olivier Redoulès et Erwann Tison.*

Pierre Andrews

Rapporteur de l'étude. Doctorant en économie à l'université Paris-Panthéon-Assas, il a conduit les travaux de recherche, les simulations et la rédaction du présent policy paper et du working paper technique qui l'accompagne.

Nathalie Janson

Économiste, professeure associée à NEOMA Business School, docteure en économie de l'université Paris I Panthéon-Sorbonne. Spécialiste de politique monétaire et de régulation bancaire et financière, elle intervient régulièrement dans le débat public sur ces sujets. Nathalie Janson est présidente de Génération Libre.

Olivier Redoulès

Directeur des études de Rexecode et vice-président de la Société d'économie politique. Polytechnicien et administrateur de l'Insee, il a notamment été économiste à la direction générale du Trésor, chef économiste du Medef et rapporteur général adjoint du Haut Conseil des finances publiques.

Antoine Levy

Économiste, professeur assistant à la Haas School of Business de l'université de Californie, Berkeley, docteur en économie du MIT. Ses recherches portent sur les finances publiques, la fiscalité et l'économie urbaine, à partir de grandes bases de données administratives.

Erwann Tison

Économiste, directeur des études de l'Institut de l'entreprise. Ses travaux portent sur le marché du travail, la formation et les questions productives.

Synthèse exécutive

La « taxe Zucman » propose un impôt de 2% sur les patrimoines supérieurs à 100 millions d'euros.

Ses promoteurs s'appuient sur deux affirmations : un constat de dégressivité fiscale selon lequel les milliardaires ne paieraient que 25% de leur revenu économique en impôts, contre jusqu'à 45% pour les classes moyennes (et seulement 0,3% de leur patrimoine contre 1,1% pour le reste de la distribution) et une promesse budgétaire (15 à 25 milliards d'euros de recettes annuelles pour la France).

Il convient de noter d'emblée une tension dans ce raisonnement : la dégressivité invoquée porte sur le revenu, mais le remède proposé est une taxe sur le stock de patrimoine, deux grandeurs distinctes qui obéissent à des logiques différentes.

Cette note évalue la solidité méthodologique de ces deux fondements, le rendement budgétaire réellement attendu et les effets macroéconomiques de moyen à long terme d'un tel dispositif. Elle est accompagnée d'un travail de recherche (working paper technique en annexe), dont elle présente la synthèse.

Ses principaux résultats sont les suivants :

- Le constat de dégressivité repose sur un calcul à "deux poids deux mesures". Corrigé, le taux effectif des "ultra-riches" passe de 0,3% à légèrement moins de 2% du patrimoine (autrement dit, ces contribuables s'acquittent déjà, quasiment, du niveau demandé par la taxe Zucman) et celui du top 10% de 29,9% à 24,5% du revenu économique (contre 26,2% pour les milliardaires).
- Ainsi, si l'on tient compte de l'impôt sur les sociétés déjà acquitté par les entreprises des milliardaires – comme l'exige la cohérence même de la méthode Zucman, qui considère les bénéfices de ces sociétés comme le revenu de leurs propriétaires –, le rendement réel passe de 24 à environ 5,5 milliards d'euros par an.
- Une fois la taxe instaurée, les contribuables visés ne restent pas passifs : certains partent à l'étranger, d'autres réorganisent leur patrimoine pour limiter leur exposition, d'autres investissent moins en France. Toutes les expériences étrangères documentent ces réactions. Les études disponibles estiment qu'elles réduisent la richesse taxable de 25% en quelques années, et jusqu'à 30% à horizon de trente ans. Le rendement réel de la taxe diminue d'autant ;
- Deux fragilités structurelles aggravent le diagnostic. D'abord, 45% de l'assiette repose sur trois familles. Ensuite, les recettes varieraient principalement avec le CAC 40. Le rendement de la taxe dépendra donc fortement de leurs réactions et de leur richesse.
- Le bilan fiscal net devient négatif dès que l'impôt sur les sociétés est correctement pris en compte : la perte de production (1,3 à 1,8% du PIB) détruit entre 17 et 24 milliards d'euros de recettes fiscales annuelles.
- Le mécanisme de paiement en nature proposé pour répondre au problème d'illiquidité enferme le dispositif dans une alternative impossible : nationalisation rampante ou dépôt fiduciaire vide de substance économique.

Ces résultats montrent que le design particulier de « taxe Zucman » (un taux de 2% assis sur le stock, sans imputation de l'IS et sans coordination internationale crédible) ne permet pas d'atteindre l'objectif qui lui est fixé.

01 Introduction

La question de la contribution fiscale des très grandes fortunes revient périodiquement au cœur du débat public. La « taxe Zucman » lui a donné une forme précise : un impôt de 2% sur les patrimoines supérieurs à 100 millions d'euros, conçu par l'économiste Gabriel Zucman dans un rapport commandé par la présidence brésilienne du G20 en juin 2024, traduit en France en une proposition de loi adoptée par l'Assemblée nationale puis rejetée par le Sénat en juin 2025.

La proposition repose sur un diagnostic en deux volets :

- **Une «anomalie» fiscale** : les milliardaires paieraient proportionnellement moins d'impôts que les classes moyennes – 25% de leur revenu économique pour les premiers, mais jusqu'à 45% pour le reste de la distribution, et seulement 0,3% de leur patrimoine contre 1,1% ;
- **Une promesse budgétaire** : entre 15 et 25 milliards d'euros de recettes annuelles pour la France seule.

Cette note examine la solidité de ces deux fondements.

Elle montre que :

- **Le constat de dégressivité** repose sur une asymétrie de traitement entre patrimoine immobilier, épargne financière et patrimoine professionnel qui, une fois corrigée, fait quasiment disparaître les écarts annoncés ; tout au plus, il existe une dégressivité au sein des 1% les plus riches ;
- **L'estimation de recettes** ne résiste ni à la correction logique imposée par la méthode elle-même, ni aux réactions des contribuables documentées par toute la littérature économique ;
- **Le rendement de la taxe** serait affecté par deux fragilités structurelles souvent négligées, c'est-à-dire la concentration extrême de sa recette sur quelques familles et sa forte dépendance aux marchés financiers ;
- **Les conditions peu propices** à la croissance économique de moyen à long terme qu'imposerait un tel dispositif sont occultées du débat public.



Un diagnostic fiscal à deux poids deux mesures

L'argument central de la taxe Zucman repose sur deux chiffres tirés d'une note publiée par l'Institut des politiques publiques (IPP n°92 en 2023) : les milliardaires français auraient un taux effectif d'imposition de 25% contre jusqu'à 45% pour le reste de la distribution. Ils ne paieraient en outre que 0,3% de leur patrimoine en impôts contre 1,1% pour les autres.

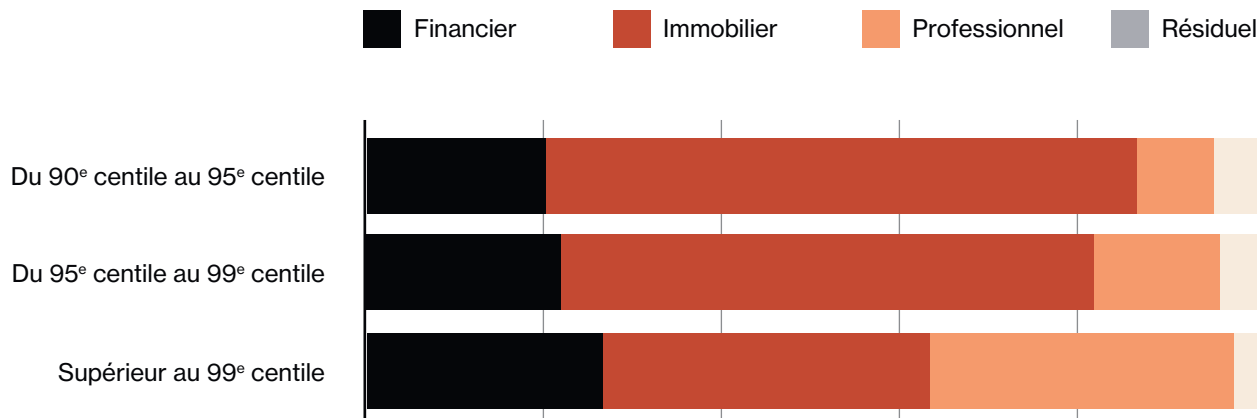
Ces deux chiffres résultent de conventions comptables qui, prises dans leur cohérence interne, se révèlent contradictoires.

2.1 Une réalité économique : la composition du patrimoine change avec le niveau de richesse

Le point de départ est factuel. Les données de l'enquête patrimoine de l'INSEE permettent de reconstituer la structure du patrimoine en fonction de son niveau.

La fig 1. le montre : le résultat est sans ambiguïté. Pour 99% des individus, le patrimoine est dominé par l'immobilier : entre les centiles 90 et 98 de la distribution, l'immobilier représente 59 à 66% du patrimoine et la part investie dans des entreprises ne dépasse pas 14%.

À partir du 99^e centile (c'est-à-dire les 1% au plus haut de la distribution), la structure s'inverse complètement : l'immobilier tombe à environ 36% du patrimoine, et le patrimoine professionnel – essentiellement des participations dans des sociétés – monte à 34%. Pour les milliardaires français, cette part atteint 80 à 95% du patrimoine total.



2.2 Une asymétrie de traitement entre patrimoine immobilier, épargne financière et patrimoine professionnel

La note IPP de référence introduit un concept dit de « revenu économique » qui ajoute aux revenus déclarés des plus fortunés les bénéfices de leurs sociétés, même quand ces bénéfices restent dans l'entreprise (« bénéfices non distribués »). Ce choix peut se défendre : un actionnaire s'enrichit quand son entreprise prospère, même sans toucher de dividende. C'est ce traitement particulier qui produit le taux effectif global d'imposition (impôts acquittés / revenu économique) de 25% pour les 0,0002% les plus riches.

Ce même raisonnement devrait toutefois s'appliquer symétriquement aux ménages ordinaires, pour deux catégories de revenus que la note IPP laisse de côté.

Le loyer implicite de la résidence principale. Quand un propriétaire occupe son logement, il bénéficie d'un avantage économique qui n'apparaît nulle part sur sa feuille d'impôts : il se loge gratuitement chez lui. Ce que les économistes appellent le « loyer implicite » est un revenu réel, non monétaire, qui accroît son bien-être, comme les bénéfices non distribués accroissent la richesse de l'actionnaire. La note IPP elle-même reconnaît ne pas l'inclure. En appliquant aux valeurs immobilières déclarées dans l'enquête patrimoine de l'INSEE un taux de rendement locatif de 4,5% – cohérent avec les estimations de marché et les travaux de Levy et al. (2025) –, on mesure ce revenu omis ménage par ménage sur toute la distribution.

Les revenus capitalisés dans les enveloppes d'épargne défiscalisée. Une fraction substantielle du patrimoine financier des ménages est placée dans des enveloppes dont la fiscalité est structurellement avantageuse : assurance-vie, PEA, PEL, livrets réglementés, épargne salariale. Les intérêts et plus-values qui s'y accumulent chaque année ne sont pas imposés au fil de l'eau – et n'apparaissent donc pas dans le revenu déclaré servant de dénominateur à la note IPP. Pourtant, la logique de cette note est d'imputer aux milliardaires les bénéfices non distribués de leurs sociétés au motif que leur patrimoine s'en trouve accru. La même logique s'applique aux ménages ordinaires : leurs placements s'apprécient chaque année sans que ce revenu latent ne soit comptabilisé. En appliquant aux stocks déclarés dans l'enquête patrimoine les rendements moyens de ces enveloppes (2% pour les livrets et le PEL, 3% pour l'assurance-vie, 4,5% pour le PEA et les produits d'épargne retraite), on mesure ce second revenu omis¹.

La note IPP impute donc le revenu latent du patrimoine professionnel des ultrariches, mais pas le revenu latent du patrimoine immobilier ni celui de l'épargne défiscalisée des classes moyennes. Ces deux asymétries jouent dans le même sens : elles minorent le taux apparent des plus fortunés et majorent celui des autres.

2.3 La correction symétrique : pour le top 10%, de 29,9% à 24,5%

Une correction rigoureuse exige de traiter symétriquement numérateur et dénominateur. Ajouter les loyers implicites et les revenus des enveloppes au revenu économique impose d'ajouter les impôts correspondants : la taxe foncière pour le premier (environ 2,5% du revenu disponible des propriétaires, André et Meslin, INSEE 2023), rien pour le second puisque ces enveloppes sont principalement exonérées.

En appliquant ces corrections aux données de l'enquête patrimoine de l'INSEE et en les rapportant au revenu économique de la note IPP, le taux effectif apparent baisse de 5 à 7 points sur toute la distribution du top 10% jusqu'au 99,5e centile.

Le résultat est direct : une fois cette correction appliquée, les milliardaires paient davantage d'impôts en proportion de leur revenu économique que les ménages du 9e décile. Le taux corrigé du seuil du top 10% tombe à 24,5% – sous celui des milliardaires (26,2%). L'affirmation selon laquelle « les milliardaires paient moins d'impôts que les classes moyennes » repose sur une asymétrie de périmètre : corriger cette asymétrie suffit à inverser la conclusion.

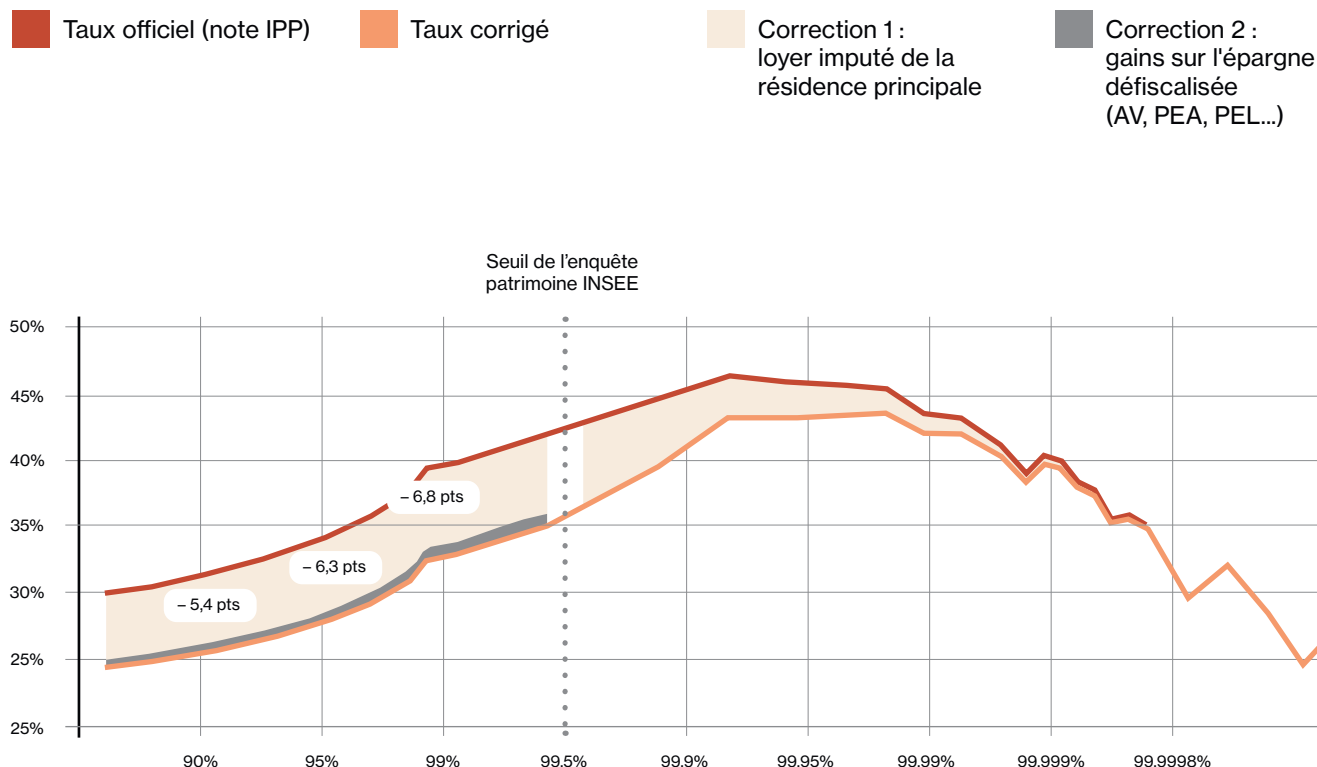
La dégressivité réelle ne disparaît pas, elle se déplace. Elle oppose les hauts salariés du centile 99 à 99,9, lourdement imposés sur leurs revenus déclarés, aux très grandes fortunes dont la richesse est principalement latente – et non les classes moyennes aux milliardaires.

1. La note de l'IPP impute un revenu d'assurance-vie uniquement pour les contribuables ISF de 2016 et inclut les revenus distribués.

Les milliardaires paient plus d'impôts que les classes moyennes
 Une fois pris en compte le loyer imputé et les gains de l'épargne défiscalisée,
 le taux d'imposition du top 10% (30%) tombe à 24,5%
 – sous celui des milliardaires (26%).

Fig 2.

Taux effectif d'imposition sur le revenu économique corrigé des loyers imputés et revenus latents du patrimoine financier



Sources : Bach, Bozio, Guillouzouic, Malgouyres (2025) / note IPP n°92 ; enquête Histoire de Vie et Patrimoine 2020-21, INSEE (calculs des auteurs).

2.4 La même asymétrie sur la base patrimoniale : le 0,3% et le 1,1% sont incompatibles

L'asymétrie sur les revenus a une contrepartie directe sur les impôts. Les données IPP montrent que pour les milliardaires, l'impôt sur les sociétés (IS) contribue de façon majoritaire au taux global. C'est précisément ce qui porte leur taux effectif de 2% (impôts personnels seuls) à 25% (IS inclus).

Si l'immobilier génère un revenu latent, la taxe foncière est l'impôt qui pèse sur ce revenu latent : elle représente environ 2,5% du revenu disponible des propriétaires. Si l'on accepte ce principe pour l'immobilier, la même logique s'impose pour le patrimoine professionnel.

L'IS payé par les sociétés contrôlées par les milliardaires est l'exact pendant de la taxe foncière : un impôt assis sur le stock de patrimoine productif, prélevé sur le revenu latent généré par ce patrimoine.

Or, Gabriel Zucman fixe le taux effectif individuel des milliardaires à 0,3% de leur patrimoine en excluant entièrement l'IS du calcul. D'après la même note de l'IPP d'ailleurs, si l'on exclut les revenus latents, le taux d'imposition effectif sur le revenu fiscal déclaré ne présente aucune dégressivité.

Ce raisonnement se retrouve face à une double asymétrie documentée dans les sources elles-mêmes :

- La note IPP impute le revenu latent professionnel mais pas le revenu latent immobilier ;
- Gabriel Zucman comptabilise la fiscalité sur le stock immobilier dans le taux des classes moyennes (par la taxe foncière), mais pas la fiscalité sur le stock professionnel dans le taux des ultra-riches (en excluant l'IS).

Les deux asymétries jouent dans le même sens : elles construisent un écart artificiel entre milliardaires et classes moyennes.

Pour rétablir la cohérence, il faut imputer l'IS au taux effectif individuel des milliardaires. Cette imputation économique (c'est-à-dire la part de l'IS qui est économiquement supportée par l'actionnaire plutôt que par d'autres acteurs économiques) fait l'objet d'un large consensus institutionnel international : le Treasury américain retient 82%, le Tax Policy Center 80%, le Penn-Wharton Budget Model et le Joint Committee on Taxation 75% [2]. Le calibrage empirique central retenu ici (82%), calculé à partir des 97 premières fortunes du classement Challenges (classement des grandes fortunes, publié par le magazine Challenges et utilisé par Gabriel Zucman), se situe dans la fourchette haute de ce consensus – ce qui apparaît cohérent avec le fait que les milliardaires détiennent des participations de contrôle pour lesquelles l'imputation au capital est quasi-totale.

Après correction symétrique des deux asymétries, le taux effectif des ultra-riches passe de 0,3% à un peu moins de 2% du patrimoine, soit le plafond différentiel de la taxe.

L'écart de dégressivité annoncé dans le débat public se réduit à une fraction de ce qui est mis en avant.

Enfin, la note IPP utilise les données de 2016, au sommet d'une probable période de forte rétention des profits dans les holdings, ce qui majore mécaniquement le revenu économique imputé aux milliardaires et minore leur taux effectif apparent. Les corrections apportées restent donc en ce sens conservatrices.

Au-delà de ces asymétries comptables, Allègre et Timbeau (OFCE, 2026) soulèvent une objection plus fondamentale : corriger une dégressivité mesurée sur le revenu par une taxe sur le patrimoine revient en substance à imposer des plus-values latentes, sujet abondamment documenté dont les difficultés pratiques et juridiques sont bien connues, le patrimoine n'étant pas un bon proxy du revenu au niveau individuel.

Le détail des bornes de sensibilité (selon le coefficient d'imputation, le rendement du capital et le taux de loyer implicite) figure dans le working paper technique.

Deux poids, deux mesures : ce que change la correction

0,3% → un peu moins de 2%

taux effectif des ultra-riches rapporté à leur patrimoine, une fois l'IS imputé

29,9% → 24,5%

Taux effectif au seuil du top 10%, contre 26,2% pour les milliardaires

Conséquence : corrigée des deux asymétries, la dégressivité annoncée entre classes moyennes et milliardaires s'inverse ; elle ne subsiste qu'au sein du dernier centile

Le rendement réaliste : autour de 5 milliards, pas 25

L'estimation de 20 à 25 milliards d'euros annuels repose sur l'application mécanique d'un taux de 2% à une assiette de 1 200 milliards tirée du classement Challenges.

*Deux corrections essentielles s'imposent à cette estimation :
une correction d'assiette et une correction d'imputation de l'IS.*

3.1 Une assiette plus petite que le classement Challenges

Le classement Challenges recense les fortunes ayant un lien avec la France, sans tenir compte de la résidence fiscale effective de leurs détenteurs. Or, plusieurs personnalités du haut du classement n'en sont manifestement pas résidentes.

Ces cas documentés représentent environ 147 milliards de patrimoine. Bien que le texte présenté en juin 2025 prévoyait de taxer les particuliers détenant du patrimoine, les risques de double imposition et les possibilités légales de contournement rendent le dispositif potentiellement peu opératoire.

3.2 La correction d'imputation de l'IS : éviter de compter deux fois le même impôt

La correction la plus importante touche au cœur du raisonnement. Quand une grande entreprise française réalise des bénéfices, elle paie l'impôt sur les sociétés (IS) à 25%, avant même que cet argent ne soit éventuellement reversé à ses actionnaires.

La méthode de Gabriel Zucman fait un choix important, déjà présenté ci-dessus : elle considère que les bénéfices conservés dans l'entreprise (ceux qui ne sont pas versés en dividendes) enrichissent quand même l'actionnaire de référence (sa fortune augmente avec la valeur de l'entreprise). À ce titre, ces bénéfices sont comptés par Gabriel Zucman comme partie intégrante de son revenu. Ce raisonnement a une conséquence logique inévitable : si l'on considère que les bénéfices de l'entreprise font partie du revenu de l'actionnaire, alors l'impôt sur les sociétés qui a déjà été payé sur ces bénéfices fait nécessairement partie de l'impôt de l'actionnaire : il a déjà acquitté sa part.

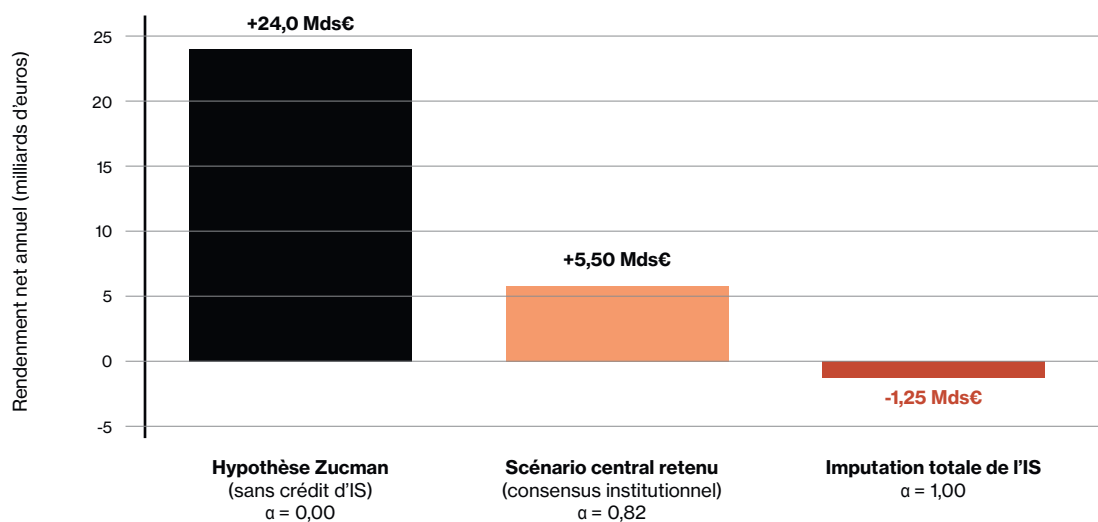
Les deux affirmations vont ensemble ; on ne peut pas tenir l'une sans tenir l'autre. Or, l'estimation des recettes attendues de la taxe Zucman fait exactement cela : elle additionne les bénéfices conservés au revenu des milliardaires pour calculer leur « vraie » base imposable, mais elle ne déduit pas l'IS qu'ils ont déjà acquitté sur ces mêmes bénéfices. Conséquence : la nouvelle taxe à 2% s'appliquerait à une fortune dont une partie significative a déjà été imposée. Le même euro de bénéfice serait taxé deux fois – une première fois via l'IS (à 25%), une seconde fois via la taxe Zucman.

Avec les paramètres mêmes de Gabriel Zucman (rendement brut du capital de 7,5%, taux d'IS effectif de 25%, assiette de 1 200 milliards d'euros) et le coefficient d'imputation central de 82%, le rendement net tombe à 5,5 milliards d'euros par an, contre 20 milliards annoncés.

L'exemple concret du groupe LVMH illustre ce résultat. La famille Arnault, actionnaire à 50% de LVMH avec une fortune de 116,7 milliards d'euros, devrait acquitter 2,33 milliards d'euros de taxe brute. Mais l'IS déjà acquitté par LVMH au titre de la part Arnault représente environ 2,24 milliards d'euros. Le rendement net se réduit donc à 0,08 milliard d'euros, soit moins de 4% de la taxe annoncée. Sur les plus grandes fortunes françaises, dont le patrimoine est essentiellement constitué de participations dans des sociétés productives, la promesse budgétaire fond ainsi de plus de 95%.

Rendement statique annuel de la taxe Zucman selon le coefficient d'imputation de l'IS (avant effets d'ajustements macroéconomiques)

Fig 3. Rendement statique de la taxe selon l'imputation de l'IS. Le scénario central retenu ($\alpha = 0,82$) est cohérent avec le consensus institutionnel international.



Le rendement statique selon l'imputation de l'IS

Hypothèse Zucman pure (aucune imputation, $\alpha = 0$) : 24 milliards d'euros.

Imputation partielle conforme au consensus international ($\alpha = 0,82$, scénario central) : 5,5 milliards d'euros.

Imputation totale ($\alpha = 1,00$, scénario haut) : 1,25 milliard d'euros.

Cette estimation centrale de 5,5 milliards est cohérente avec celle publiée par sept économistes français dans *Le Monde* en septembre 2025, autour de 5 milliards.

Les réactions des contribuables érodent la base

Aux corrections statiques précédentes s'ajoutent les réactions documentées des contribuables face à un impôt sur la fortune.

La taxe n'interviendrait pas dans une économie figée : les entrepreneurs concernés réagiraient – c'est une certitude documentée par toutes les expériences étrangères et françaises.

4.1 Deux mécanismes de réponse, un seul mesuré dans le débat public

Les défenseurs de la taxe s'appuient souvent sur une note du Conseil d'analyse économique (juillet 2025) pour modérer le risque d'exil fiscal : seuls 0,1 à 0,2% des hauts patrimoines quittent la France chaque année. Ce chiffre est exact, mais incomplet.

Les économistes distinguent deux mécanismes de réponse :

- **La réponse extensive** : quitter le territoire (les départs visibles, médiatisés) ;
- **La réponse intensive** : rester mais réduire son exposition à l'impôt - par moindre investissement, restructuration patrimoniale, optimisation fiscale ou sous-déclaration.

Le travail de référence sur le sujet (Jakobsen, Kleven, Kolsrud, Landais et Muñoz, NBER WP 32153, 2024), exploitant les données administratives exhaustives de Suède et du Danemark, établit la décomposition suivante : pour chaque euro de recettes levé, 0,22 euro est perdu par les départs physiques, et 0,54 euro est perdu par les réponses intensives des contribuables qui restent. L'exil est visible et médiatisé ; l'érosion silencieuse de la base est deux fois plus coûteuse.

L'exil est visible et médiatisé ; l'érosion silencieuse de la base est deux fois plus coûteuse

4.2 Trois ancres empiriques pour évaluer la trajectoire d'érosion

La littérature économique fournit trois points de repère calibrés sur des expériences réelles, qui permettent de construire une trajectoire d'érosion de la base fiscale dans le temps.

- À court terme (1 à 2 ans) - Seim (2017) exploite les discontinuités du barème suédois pour mesurer la réponse immédiate des contribuables. Il estime une contraction de la base imposable de 3 à 5%, principalement par sous-déclaration plutôt que par modification réelle de l'épargne ;
- À moyen terme (4 à 8 ans) - Advani et Tarrant (2021, Fiscal Studies), dans la synthèse qu'ils ont produite pour la Wealth Tax Commission britannique, passent en revue l'ensemble des études empiriques disponibles sur les expériences suédoise, danoise, suisse et colombienne. Ils concluent qu'une taxe sur la fortune bien conçue réduirait la base de 7 à 17% pour un taux de 1%, soit 14 à 34% pour un taux de 2%. La fourchette est large parce qu'elle agrège des contextes institutionnels différents, mais sa robustesse inter-contextes en fait l'ancre la plus solide disponible ;
- À long terme (30 ans) - Jakobsen, Jakobsen, Kleven et Zucman (Quarterly Journal of Economics, 2020) exploitent l'abolition progressive de l'impôt danois sur la fortune à partir de 1989 comme expérience naturelle. Ils estiment qu'après trente ans d'exposition à la taxe, la richesse imposable est environ 30% inférieure à ce qu'elle aurait été sans l'impôt. Ce résultat dépasse la somme des ajustements annuels parce qu'il intègre l'effet de capitalisation manquée : chaque euro prélevé une année est un euro qui ne se capitalise pas pendant les décennies suivantes.

Il est notable que Gabriel Zucman est lui-même co-signataire de cette dernière étude, qui établit que la taxe sur la fortune réduit la base imposable de 30% à long terme.

Trois ancres empiriques sur l'érosion de la base

Court terme
(1-2 ans)

-3 à -5%
(Suède, Seim 2017)

Moyen terme
(4-8 ans)

-14 à -34%
pour un taux de 2%
(Advani et Tarrant 2021)

Long terme
(30 ans)

-30%
(Danemark, QJE 2020 – étude
co-signée par G. Zucman)

4.3 L'expérience française de l'ISF confirme le diagnostic

Selon les travaux récents de Rexecode (Didier et Koléda, Document de travail n°99, janvier 2026), les recettes fiscales perdues par érosion de la base de l'ISF auraient atteint environ 9 milliards d'euros par an, contre 2 à 5 milliards encaissés - soit un rendement net négatif. Depuis le remplacement de l'ISF par l'IFI en 2018, les retours de contribuables dépassent les départs, confirmant que c'est bien le signal-prix de la taxe, et non un attachement culturel, qui déterminait les comportements. Hannezo et Fipaddict (Terra Nova, septembre 2024) documentent le même mécanisme : les actifs financiers immobilisés dans les sociétés holding sont passés de 25 à plus de 90 milliards d'euros entre 2012 et 2016, précisément pendant les années où l'exit tax était en vigueur, confirmant que la réponse intensive a été quatre fois plus massive que la réponse extensive.

4.4 Synthèse des projections dynamiques

Combinées à la correction d'imputation de l'IS développée précédemment, ces trois ancres produisent deux familles de projections très différentes selon le traitement réservé à l'impôt sur les sociétés :

- **Sans imputation de l'IS** (hypothèse Zucman, $\alpha = 0$)
 - rendement de départ à 21 milliards d'euros, ramené à 15-17 milliards à trente ans selon le scénario d'érosion ;
- **Avec imputation partielle conforme au consensus** ($\alpha = 0,82$)
 - rendement initial à 4,6 milliards, inférieur à 4 milliards à trente ans même dans le scénario d'érosion le plus favorable ;

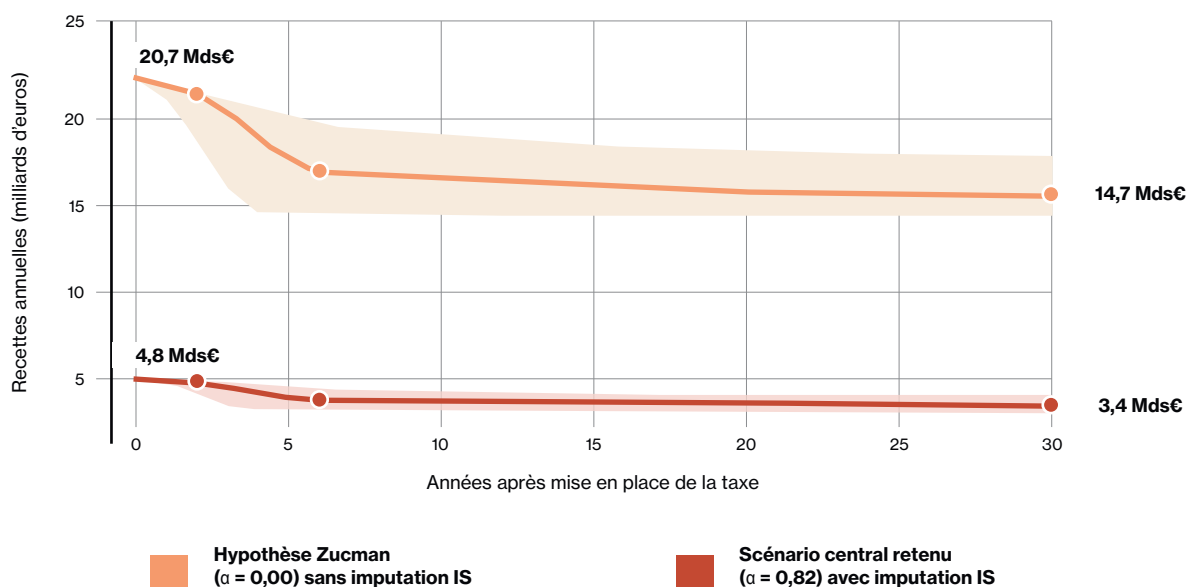
- **Avec imputation totale** ($\alpha = 1,00$)
 - recettes sous le milliard d'euros dès la première année.

Dans les scénarios méthodologiquement cohérents (avec imputation de l'IS), l'érosion comportementale devient secondaire : la correction statique d'imputation suffit déjà à écraser l'essentiel du rendement avant même que la dynamique comportementale n'ait le temps de jouer.

Projection dynamique des recettes de la taxe Zucman sur 30 ans selon le coefficient d'imputation de l'IS et l'érosion comportementale

Fig 4.

Projection dynamique des recettes selon l'imputation de l'IS et l'érosion comportementale.





Deux fragilités structurelles aggravent le diagnostic

5.1 Une assiette concentrée sur trois familles

Le rendement de la taxe Zucman repose sur un nombre extraordinairement réduit de contribuables. Les recettes théoriques de 20 milliards seraient prélevées sur 2 000 à 3 000 personnes, mais la quasi-totalité proviendrait d'une poignée de foyers.

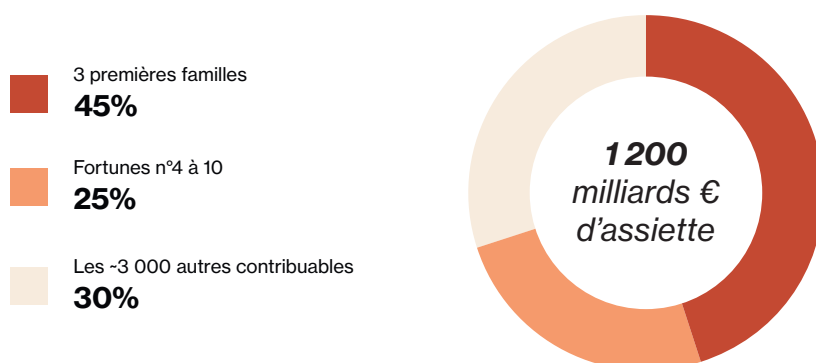
Selon le classement Challenges, sur les 1 200 milliards d'euros de fortune totale des centimillionnaires français :

- **70%** appartiennent aux 10 plus grandes fortunes ;
- **45%** appartiennent aux trois premières familles.

Si ces trois familles choisissaient de réduire leur exposition à l'impôt, par expatriation, restructuration patrimoniale ou toute autre stratégie de réduction légale, les recettes chuteraient instantanément de près de moitié.

Aucun autre impôt français ne présente une telle dépendance à un si petit nombre de contribuables. Hannezo et Fipaddict (Terra Nova, septembre 2024) arrivent au même constat : dans leur estimation d'un plan large de taxation des très hauts patrimoines, 9 milliards sur 15 proviendraient de 75 contribuables seulement.

Cette concentration rend les recettes non seulement fragiles, mais également imprévisibles d'une année sur l'autre.



5.2 Une dépendance massive aux mouvements de la Bourse

Une taxe assise sur la valeur des grandes fortunes présente une caractéristique importante, souvent négligée dans le débat public : ses recettes varient fortement d'une année sur l'autre, au rythme des marchés financiers – bien davantage que celles des impôts existants.

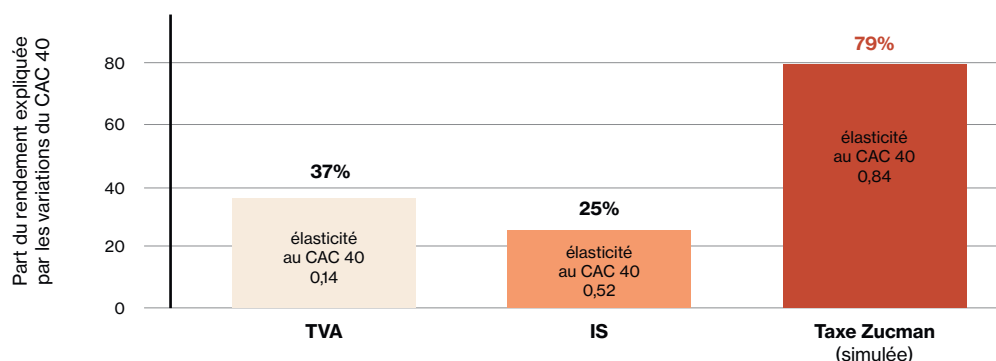
Pour le mesurer, une simulation a été conduite sur ce que la taxe Zucman aurait rapporté chaque année depuis 2004. La fortune agrégée du top 500 est tirée chaque année du classement Challenges, la distribution individuelle des fortunes est reconstituée par interpolation statistique, et la taxe simulée applique un taux de 2% à la fraction de chaque fortune excédant 100 millions d'euros. Les recettes simulées sont comparées à celles de la TVA (impôt à l'assiette stable) et de l'IS (réputé le plus cyclique du système fiscal).

Les résultats sont sans ambiguïté. Quand le CAC 40 monte de 10%, les recettes simulées de la taxe Zucman augmentent en moyenne de 8,4%. Dans les mêmes conditions, l'IS ne progresse que de 5,2%, et la TVA de 1,4%. La relation est symétrique à la baisse : en 2009, les recettes de la taxe Zucman auraient reculé de près de 40% en un an, tandis que la TVA n'avait perdu que 5%.

D'une année sur l'autre, les recettes simulées varient en moyenne de 16,5%, soit quatre fois plus que la TVA (4,1%). Surtout, 80% de la variance des recettes de la taxe Zucman s'explique par les seuls mouvements du CAC 40, contre 25% pour l'IS et 37% pour la TVA. La taxe Zucman, en plus d'être volatile, est mécaniquement indexée sur les marchés boursiers.

Procyclicité comparée des recettes fiscales (2005-2024) Sensibilité aux marchés boursiers

Fig 5. Procyclicité comparée des recettes fiscales (2005-2024).



Lecture : 10% de variation annuelle des recettes Zucman expliquée par les seuls mouvements du CAC 40. La taxe est trois fois plus sensible aux marchés boursiers (élasticité 0,84) que l'IS (0,52) et six fois plus que la TVA (0,14).

Cette sensibilité tient à la structure même de la taxe. Ne s'appliquant qu'au-dessus d'un seuil de 100 millions d'euros, toute baisse des valorisations réduit l'assiette taxable plus que proportionnellement : certains contribuables passent sous le seuil, d'autres s'en rapprochent, et la base imposable se contracte plus vite que les fortunes elles-mêmes.

Or, cette dépendance aux marchés pose un problème budgétaire concret : les recettes de la taxe s'effondrent lorsque l'État en a le plus besoin. En 2009, une dégradation du solde primaire de 3,9 points de PIB a coïncidé avec une chute des recettes simulées de 40%.

Un État qui souhaite financer des dépenses pérennes – retraites, santé, éducation – ne peut raisonnablement les adosser à un impôt dont le rendement dépend à 80% de la performance boursière d'une année donnée. Les dépenses planifiées sur la foi des recettes attendues ne disparaissent pas avec la baisse des marchés : elles se financent alors par emprunt. La volatilité de la taxe ne se traduit pas en économies publiques les mauvaises années, elle se traduit en dette.

La volatilité de la taxe ne se traduit pas en économies publiques les mauvaises années, elle se traduit en dette.

Les effets macroéconomiques : au-delà des recettes

Les sections précédentes ont établi que le rendement net de la taxe Zucman, une fois corrigé de l'imputation cohérente de l'IS, se situe autour de 4,6 à 5,5 milliards d'euros par an avant tout ajustement comportemental. Cette estimation statique ne capte cependant pas une dimension essentielle du débat : l'impact de la taxe sur la structure productive de l'économie à long terme.

Pour l'évaluer, l'analyse mobilise les résultats de Blandhol (2025), qui exploite la réforme norvégienne de la taxe sur la fortune de 2022. Ce travail, fondé sur un modèle économique calibré sur des données administratives exhaustives, estime les effets agrégés d'une taxe sur la fortune accompagnée d'une réponse migratoire des entrepreneurs.

6.1 Les cinq mécanismes à l'œuvre

Le modèle identifie cinq canaux de transmission par lesquels une taxe sur la fortune affecte la production agrégée.

Premier mécanisme – la perte de productivité. Lorsqu'un entrepreneur quitte le territoire mais continue d'opérer son entreprise depuis l'étranger, il subit une perte de productivité estimée à 11,8%. Cette perte capte les difficultés de contrôle à distance, documentées dans des contextes aussi variés que le capital-risque (Lerner, 1995) ou les banques internationales (Mian, 2006). C'est la force négative principale du modèle.

Deuxième mécanisme – la sélection adverse à l'émigration. Les entrepreneurs qui partent ne sont pas représentatifs de la population des contribuables : ce sont les plus productifs, ceux qui ont le plus à gagner fiscalement d'un départ. Cette sélection amplifie l'effet du premier mécanisme, car ce sont précisément les entrepreneurs dont le départ est le plus coûteux pour l'économie.

Troisième mécanisme – l'effet collatéral compensateur. Une fois partis, les entrepreneurs s'enrichissent plus vite (leur patrimoine n'est plus amputé par la taxe) et peuvent investir davantage, y compris dans des entreprises restées au pays. Un canal illustratif peut s'articuler autour d'une augmentation de l'investissement, et de création de valeur in fine.

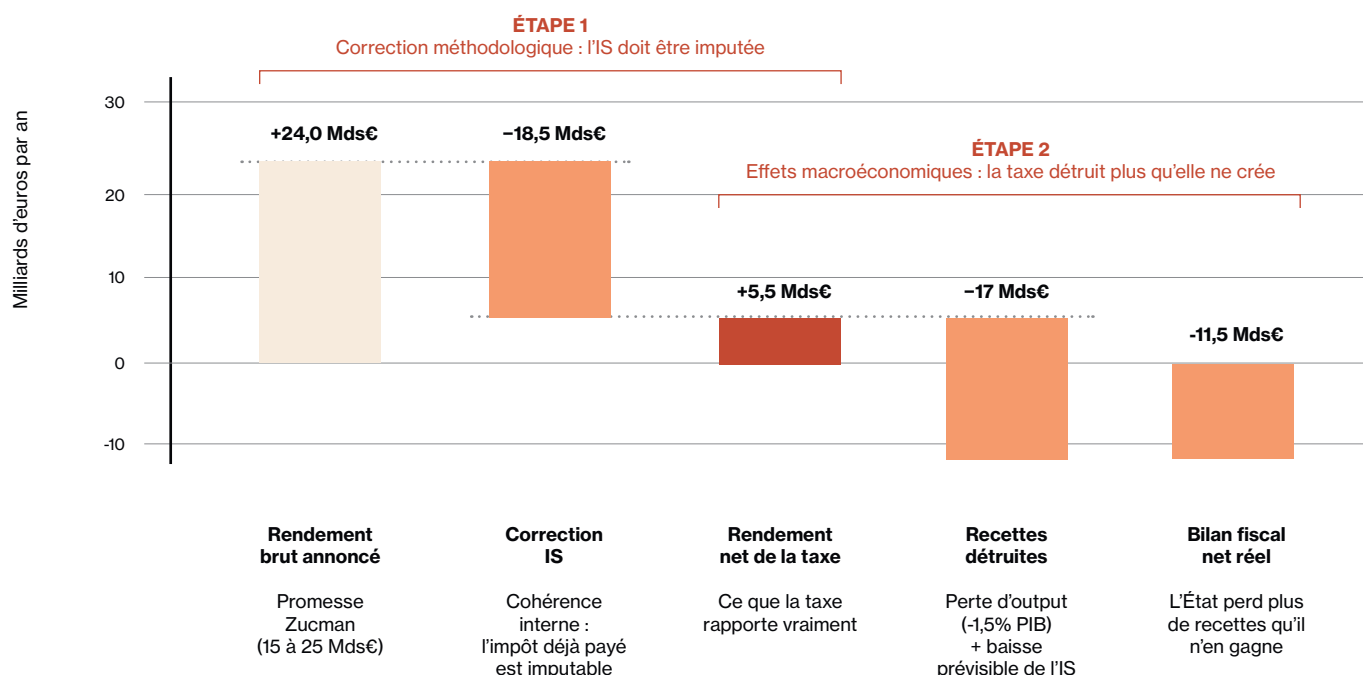
Quatrième mécanisme – la relocalisation et fermeture de firmes. Environ 5% des entreprises dont le propriétaire part ferment ou se relocalisent à l'étranger dans les deux années suivant le départ. C'est une perte sèche sans compensation.

Cinquième mécanisme – l'effet sur l'emploi. C'est le mécanisme le plus contre-intuitif. La fuite fiscale réduit massivement les recettes ; le gouvernement à budget équilibré réduit les transferts aux ménages ; les travailleurs les plus modestes travaillent davantage par nécessité, ce qui soutient la production. Dans le modèle norvégien, ce mécanisme compense en partie les pertes des autres canaux.

Dans le cas français, ce dernier mécanisme compensateur est largement inopérant. Les acquis sociaux sont politiquement et juridiquement difficiles à réduire ; en cas de baisse des recettes, les transferts seraient maintenus par endettement plutôt que diminués. Les travailleurs ne s'appauvrissent pas, ils ne travaillent pas davantage. L'effet compensateur prédit par le modèle disparaît, et la perte d'output s'aggrave au-delà du -1,3%.

Du chiffre annoncé au résultat réel
 Décomposition fiscale nette de la taxe Zucman.
 Scénario central : imputation IS partielle ($\alpha = 0,82$),
 perte d'output de 1,5% du PIB, hors effet taxe.

Fig 6. Bilan fiscal net consolidé : scénario central retenu et fourchette de scénarios alternatifs (Mds€/an).



Source : Bardella (2025) pour le PIB et l'IS ; Commission européenne (2024) pour la perte d'activité ; calculs de l'auteur. IS = 30%. PIB = 3 000 Mds€.

6.2 Une perte d'output permanente d'au moins 1,3% du PIB

La résultante de ces cinq mécanismes dans le modèle calibré de Blandhol est une perte de production agrégée de 1,3% à long terme. Pour la France, dont le PIB s'établit à environ 2 800 milliards d'euros en 2024, cela représente 36 milliards d'euros de production annuelle en moins. L'estimation haute, en désactivant le canal travail (peu opérant en France), pourrait porter la perte à 1,8% du PIB, soit environ 50 milliards d'euros par an.

Il s'agit d'une perte permanente d'équilibre stationnaire, et non d'un choc transitoire. Chaque année, l'économie produit ce montant de moins qu'elle ne l'aurait fait sans la réforme.

6.3 Un bilan fiscal net négatif

Cette perte de production génère mécaniquement une destruction d'autres recettes fiscales : moins de production = moins d'impôts sur les sociétés, moins de salaires donc moins d'impôts sur le travail, moins de consommation donc moins de TVA.

La valeur ajoutée perdue est décomposée selon les proportions standard (un tiers capital, deux tiers travail), et le taux de prélèvement agrégé sur l'output perdu s'établit à environ 47% - proche du taux de prélèvements obligatoires français rapporté au PIB (42,8% selon l'INSEE 2024) [4].

Ce bilan fiscal net est résumé ci-dessous.

Bilan fiscal net consolidé (milliards d'euros par an)

• SCÉNARIO ZUCMAN PUR (SANS IMPUTATION IS, AVEC CANAL COLLATÉRAL ACTIF) :

Rendement net taxe 24 Mds,
recettes induites perdues -17 Mds
Bilan +7 Mds

• IMPUTATION PARTIELLE DE L'IS,
PERTE D'OUTPUT -1,3%
[SCÉNARIO CENTRAL RETENU] :

Rendement net taxe 5,5 Mds,
recettes induites perdues -17 Mds
Bilan -11,5 Mds

• IMPUTATION PARTIELLE,
PERTE D'OUTPUT -1,8% (CANAL
COMPENSATEURS DÉSACTIVÉS) :

Rendement net taxe 5,5 Mds,
recettes induites perdues -24 Mds
Bilan -18,5 Mds

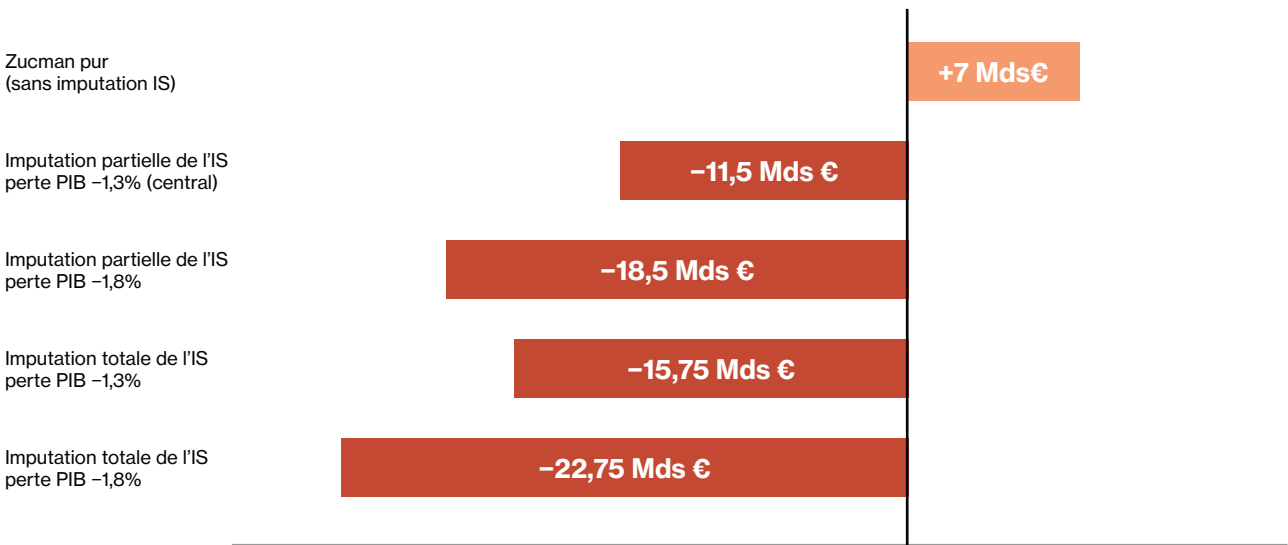
• IMPUTATION TOTALE,
PERTE D'OUTPUT -1,3% :

Rendement net taxe 1,25 Mds,
recettes induites perdues -17 Mds
Bilan -15,75 Mds

• IMPUTATION TOTALE,
PERTE D'OUTPUT -1,8% :

Rendement net taxe 1,25 Mds,
recettes induites perdues -24 Mds
Bilan -22,75 Mds

Fig 7. Bilan fiscal net consolidé selon les scénarios (données : section 6.3).



Bilan fiscal net consolidé (milliards d'euros par an)

Le seul scénario où le bilan fiscal net demeure positif est celui de la taxe Zucman pure, c'est-à-dire sans imputation de l'IS et avec canal collatéral actif.

Ce scénario repose toutefois, comme cette note l'a déjà souligné, sur deux hypothèses méthodologiquement incohérentes : l'exclusion de l'IS du taux effectif des milliardaires alors même que les bénéfices non distribués sont comptés dans leur revenu économique, et la préservation intégrale du mécanisme de réinvestissement via le collatéral pour une population dont la fortune est principalement latente.

La proposition récente de Gabriel Zucman (30 mai 2026, devant l'institut La Boétie), visant à appliquer des taux de 6 ou 8% pour stopper l'accumulation de richesse des milliardaires, augmenterait les effets macroéconomiques négatifs dans des ordres de grandeurs que le modèle ne peut vraisemblablement pas quantifier.

Naïvement, cela ferait passer les pertes de PIB d'au moins 4 fois les valeurs mentionnées ci-dessus, soit 68Mds de manque à gagner fiscal, sans tenir compte des réponses comportementales largement plus forte dans de telles circonstances.

Dans tous les scénarios cohérents avec la méthodologie de Zucman elle-même, le bilan fiscal net est négatif : la taxe détruit plus de recettes fiscales via l'érosion de la base productive qu'elle n'en crée directement.



La coordination internationale est hors de portée

La taxe Zucman repose enfin sur un présupposé logique : sans coordination internationale, elle ne peut pas fonctionner. Un contribuable peut transférer sa résidence fiscale dans une juridiction non participante et échapper intégralement à la taxe.

Gabriel Zucman lui-même reconnaît ce point et présente la coordination comme le remède aux échecs des impôts sur la fortune européens du XXe siècle - il plaide d'ailleurs en ce sens dans plusieurs pays.

7.1 L'échec récent du Pilier 2 invite à la prudence

L'expérience la plus récente du genre, l'accord OCDE sur l'imposition minimale des multinationales, dit « Pilier 2 », donne la réponse.

Conçu pour générer 150 milliards de dollars de recettes mondiales supplémentaires, ce dispositif en a perdu structurellement 45 à 50 milliards dès juillet 2025, sous l'effet du retrait américain, avant même que la première déclaration n'ait été déposée. La prolifération des dérogations négociées par chaque pays a par ailleurs érodé l'assiette dans les règles elles-mêmes.

Or, le Pilier 2 portait sur un objet fiscal relativement simple : le taux effectif d'imposition des sociétés, avec une définition comptable standardisée et une infrastructure d'échange d'information déjà existante.

Une taxe mondiale sur les patrimoines individuels supposerait, en plus, de résoudre l'évaluation des actifs non cotés, la définition juridique de la résidence et le traitement des structures holding - autant d'obstacles pour lesquels aucun précédent de coordination n'existe.

7.2 L'exit tax : l'expérience française et norvégienne

Face à ce constat, l'« exit tax » est souvent présentée comme la solution de substitution : en taxant les plus-values latentes au moment du départ, elle permettrait de neutraliser la marge extensive sans attendre une coordination globale. Les données montrent pourtant que ce mécanisme ne tient pas ses promesses.

Le cas français.

L'instauration de l'exit tax en mars 2011 n'a pas empêché les départs des contribuables qui étaient assujettis à l'ISF (dont le patrimoine excédait 1,3 million d'euros). Leurs départs ont progressé de 196 en 2003 à 877 en 2013. Le pic historique de 907 départs est ensuite même atteint en 2014, c'est-à-dire trois ans après l'entrée en vigueur du dispositif.

Une exit-tax assise sur les plus-values latentes est en effet contournable par anticipation, via des restructurations préventives ou des transferts progressifs en holding, par une population qui dispose du conseil juridique et du temps nécessaire pour les organiser.

Les actifs financiers immobilisés dans les sociétés holding (catégorie K64 du NAF) sont ainsi passés de 25 à plus de 90 milliards d'euros entre 2012 et 2016. La réponse intensive a été quatre fois plus massive que la réponse extensive, précisément pendant les années où l'exit tax était en vigueur.

Le cas norvégien.

La Norvège, souvent citée comme contre-exemple, confirme en réalité la même tendance. Elle a mis en place exactement le cocktail préconisé par les promoteurs de la taxe Zucman : hausse de la taxe sur la fortune de 0,85% à 1,1%, exit tax de 37,8% sur les plus-values latentes, et fermeture en 2024 des dispositifs permettant d'en différer le paiement.

Le résultat est sans ambiguïté : les départs de résidents disposant de patrimoines supérieurs à 10 millions de couronnes ont plus que doublé, passant d'environ 130 par an à 261 en 2022 puis 254 en 2023.

Une hausse visant 146 millions de dollars de recettes supplémentaires a généré une perte estimée à 594 millions – soit quatre fois le gain projeté.

Exit tax : **deux expériences, un même constat**

France**DÉPARTS D'ASSUJETTIS ISF :**

196 (2003) → 877 (2013) → pic de 907 (2014),
trois ans après l'entrée en vigueur ;
actifs immobilisés en holdings : 25
90 Mds € (2012-2016)

Norvège**DÉPARTS DE HAUTS PATRIMOINES**

plus que doublés (130/an → 261 en 2022) ;
146 M\$ de recettes visées,
594 M\$ de pertes estimées
– quatre fois le gain projeté

7.3 La correction d'IS reste valable, indépendamment de la mobilité

L'analyse rigoureuse doit enfin rappeler que la correction d'imputation de l'IS, qui ramène le rendement de 24 à 5,5 milliards d'euros, est entièrement indépendante de toute considération de mobilité.

Même universelle et flanquée d'une exit tax confiscatoire, la taxe ne peut simultanément compter les bénéfices non distribués comme revenu économique de l'actionnaire et ignorer l'impôt sur les sociétés déjà acquitté sur ces mêmes bénéfices.

Le piège des entreprises innovantes : taxer la valorisation, pas la trésorerie

Au-delà des effets macroéconomiques agrégés, la taxe Zucman frappe la valorisation d'une entreprise sans tenir compte de la capacité réelle de son propriétaire à la payer en argent.

Cette dissociation est particulièrement aiguë pour les fondateurs d'entreprises en croissance, dont la totalité du patrimoine est immobilisée dans l'outil productif. L'entreprise française Mistral en était devenue l'illustration emblématique du débat public en 2025.

8.1 Le cas Mistral AI illustre l'impossibilité concrète

Mistral AI – un cas d'école

Valorisée à 11,7 milliards d'euros à l'automne 2025, Mistral AI compte trois cofondateurs détenant environ 20% du capital. À ce titre, ils devraient acquitter à eux trois environ 47 millions d'euros de taxe Zucman chaque année.

Or l'entreprise réalise environ 300 millions d'euros de revenus annualisés, n'est pas encore rentable et ne distribue aucun dividende.

Arthur Mensch, PDG, l'a dit explicitement sur France 2 : « On fait des levées de fonds, ça valorise l'entreprise, mais ça ne correspond pas nécessairement à une liquidité ».

Pour un fondateur détenant 60% d'une ETI valorisée 500 millions d'euros, la taxe annuelle s'élève à 6 millions d'euros. Sans dividende ni rémunération à cette hauteur, il n'a que trois choix possibles :

- **Forcer** la distribution de dividendes au détriment des réinvestissements productifs ;
- **Céder** annuellement une fraction de ses parts, soit près de 20% de son capital sur dix ans ;
- **S'endetter** personnellement en gageant ses titres, transférant le risque vers le système bancaire et s'exposant à un appel de marge en cas de baisse de valorisation

Cette contrainte est d'autant plus forte que la valorisation d'une entreprise non cotée est, par nature, théorique et volatile. En 2022, les valorisations technologiques ont chuté de 40% en moyenne. Deezer a par exemple attendu dix-sept ans avant de générer des bénéfices. Taxer chaque année 2% d'une valeur fondée sur l'anticipation de revenus futurs revient à imposer un revenu qui n'existe pas encore et qui pourrait ne jamais exister.

Taxer chaque année 2% d'une valeur fondée sur l'anticipation de revenus futurs revient à imposer un revenu qui n'existe pas encore et qui pourrait ne jamais exister.

8.2 La solution du paiement en nature et ses trois critiques

Confronté à cette critique, Gabriel Zucman a proposé en septembre 2025 un mécanisme de paiement en nature. Les contribuables concernés (quelques dizaines de cas sur 1 800 foyers) acquitteraient l'impôt en versant des actions de leur entreprise à un fonds souverain géré par la BPI. Une version améliorée, proposée par trois entrepreneurs favorables à la taxe (Thiberge, Rudelle, Batty), ajoute deux garanties : délégation des droits de vote au cédant et option de rachat. Cette modalité n'a pas été reprise dans la proposition de loi adoptée par l'Assemblée en juin 2025.

Première critique – aucune recette fiscale immédiate. Tant qu'une entreprise non cotée ne distribue pas de dividendes et ne fait pas l'objet d'une cession liquide, les titres logés à la BPI resteraient des actifs comptables sans contrepartie en trésorerie pour l'État. L'estimation des 15 à 25 milliards d'euros de recettes annuelles suppose donc, pour la fraction concernée, soit une introduction en bourse hypothétique, soit une vente forcée par l'État (nécessairement avec décote). Le mécanisme remplace un risque budgétaire par un risque bilantiel, sans résoudre le problème de financement des dépenses publiques en argent.

Deuxième critique – un piège logique entre nationalisation rampante et dispositif vide. Dans la version Zucman pure, l'accumulation à 2% par an conduit l'État à détenir environ 18% du capital en dix ans et plus de 33% en vingt ans. Nicolas Dufourcq, directeur de Bpifrance, a explicitement mis en garde contre cette dynamique sur RMC le 17 septembre 2025 : « Donc demain j'aurai 2% du capital de LVMH, dans 20 ans 20%, 20% du capital de Kering, 20% du capital de Free ». À l'horizon d'une génération, l'État deviendrait

actionnaire de blocage dans la quasi-totalité des grandes entreprises familiales françaises. À l'inverse, dans la version raffinée avec délégation des droits de vote et option de rachat, le mécanisme se vide de toute substance économique : la BPI ne vote pas, ne perçoit pas de dividende si l'entreprise n'en distribue pas, et n'a aucune certitude de conserver les titres. L'opération s'apparente alors à un dépôt fiduciaire temporaire plutôt qu'à un impôt.

Troisième critique – la perte de souveraineté économique. Soit l'entrepreneur préfère céder à l'État via la BPI (nationalisation rampante), soit il préfère céder à des acteurs privés pour préserver sa capacité de réinvestissement. Il se heurte alors au manque européen d'acheteurs capables d'engager plusieurs millions d'euros par an dans des participations minoritaires non cotées. Les cessions forcées trouveraient ainsi fort probablement leurs principaux acquéreurs parmi les fonds américains ou chinois. Une mesure conçue pour des raisons d'équité fiscale nationale deviendrait un accélérateur de transfert de propriété hors de la zone européenne.

8.3 Trois effets structurels sur la capacité d'innovation

Au-delà de ces incohérences, le mécanisme produit trois effets structurels sur la capacité d'innovation de l'économie française.

Premier effet – le découragement des business angels et de l'investissement en phase précoce. La France et l'Europe dépendent structurellement de l'investissement individuel pour financer leurs start-ups. Une taxe sur la valorisation théorique dissuade cette catégorie d'investisseurs ; le paiement en nature ne corrige pas cet effet en amont. L'OFCE (Allègre et Timbeau, 2026) soulèvent un effet connexe : en liant l'impôt à des valorisations de marché, la taxe incite les entrepreneurs à éviter les levées de fonds et les introductions en bourse qui permettent précisément d'établir ces valorisations. Se mettre à l'ombre du marché devient une stratégie fiscalement rationnelle, au détriment de la transparence et du financement de l'innovation. À cela s'ajoute un effet de gouvernance : la perspective d'avoir l'État au conseil d'administration dissuade les investisseurs privés d'entrer au capital, réduisant encore le financement disponible pour les entreprises concernées.

Deuxième effet – la distorsion entre profils d'entreprise. Une entreprise stable distribuant des dividendes voit son fondateur acquitter la taxe en argent, sans dilution. Une entreprise en forte croissance, sans bénéfices courants mais à forte valorisation théorique, voit son fondateur diluer mécaniquement sa participation. La taxe instaure ainsi une pénalité différentielle qui frappe les entreprises dont le rendement marginal du capital réinvesti est le plus élevé.

Troisième effet – l'augmentation du coût du capital. L'anticipation d'un transfert progressif de propriété vers la BPI modifie le comportement des investisseurs minoritaires et se traduit par une décote de valorisation à l'entrée – renchérissant mécaniquement le financement des entreprises concernées.

Ces effets ne relèvent pas de la spéculation. Moretti et Wilson (American Economic Review, 2017) estiment une élasticité de mobilité des inventeurs stars de 1,8 par rapport à l'impôt sur le revenu personnel et de 1,9 par rapport à l'IS d'État. L'innovation est mobile, et elle fuit l'imposition élevée.

Conclusion

La taxe Zucman s'appuie sur deux fondements quantitatifs présentés comme robustes : un constat de dégressivité fiscale (0,3% contre 1,1% du patrimoine) et une promesse budgétaire de 15 à 25 milliards d'euros annuels.

L'examen conduit dans cette note montre que ni l'un ni l'autre ne résiste à un traitement méthodologiquement cohérent.

Le constat de dégressivité repose sur une double asymétrie de périmètre : la note IPP impute le revenu latent du patrimoine professionnel des ultra-riches mais ignore celui du patrimoine immobilier des classes moyennes ; symétriquement, Zucman comptabilise la taxe foncière dans le taux des classes moyennes mais exclut l'IS du taux des milliardaires.

Une fois ces deux asymétries corrigées, le taux effectif des ultra-riches s'établit autour de 2% du patrimoine, et celui du 9^e décile autour de 23,4% du revenu. L'écart annoncé se réduit fortement.

La promesse de recettes ne résiste pas davantage. La seule correction d'imputation de l'IS, exigée par la cohérence interne de la méthodologie Zucman, ramène le rendement statique de 24 à 5,5 milliards d'euros. Les réactions des contribuables documentées par la littérature érodent ensuite cette base de 14 à 34% à moyen terme, et jusqu'à 30% à horizon trente ans.

Deux fragilités structurelles aggravent ce diagnostic : une concentration extrême sur trois familles représentant 45% de l'assiette, et une procyclicité telle que 80% de la variance des recettes serait expliquée par les seuls mouvements du CAC 40.

Au-delà du rendement direct, le bilan fiscal net devient négatif dès lors que l'IS est correctement imputé. La perte d'output de 1,3% du PIB documentée par Blandhol (2025) détruit entre 17 et 24 milliards d'euros de recettes induites chaque année, soit davantage que ce que la taxe rapporte dans tous les scénarios méthodologiquement cohérents.

Le mécanisme de paiement en nature proposé pour répondre au problème d'illiquidité enferme par ailleurs le dispositif dans une alternative impossible : nationalisation rampante non assumée, ou dépôt fiduciaire sans substance économique.

Ces résultats montrent que le design particulier de la taxe Zucman – un taux plancher différentiel de 2% assis sur le stock, sans imputation de l'IS et sans coordination internationale crédible – ne permet pas d'atteindre l'objectif qu'elle se donne.

Notes techniques de bas de page

[1] La taxe foncière représente environ 2,5% du revenu disponible des propriétaires entre les centiles 20 et 95, soit la zone correspondant principalement aux classes moyennes. La correction se calcule comme suit : taux corrigé = (taux brut + part taxe foncière) ÷ (1 + part loyer implicite). Avec un loyer implicite à 25% du revenu et une taxe foncière à 2,5%, le taux du 9^eα décile passe de 26,8% à 23,4%, soit une réduction de 6,5 points. L'analyse de sensibilité montre que pour un loyer implicite à 20%, le taux corrigé est de 24,4% ; à 30%, il est de 22,5%.

[2] Le coefficient d'imputation économique de l'IS à l'actionnaire (noté α dans la littérature) mesure la part de l'IS effectivement supportée par le capital plutôt que par les autres facteurs de production. Le consensus institutionnel international le situe entre 0,75 et 0,82 : Treasury américain (0,82, Cronin et al. 2013), Tax Policy Center (0,80), Penn-Wharton Budget Model et Joint Committee on Taxation (0,75). Le calibrage empirique central retenu ici ($\alpha = 0,82$) est calibré sur les 97 premières fortunes du classement Challenges (qui représentent 80% du patrimoine total du classement) et se situe dans la fourchette haute de ce consensus, cohérent avec le fait que les milliardaires détiennent des participations de contrôle.

[3] Formule complète : $R_{\text{net}} = (\tau_Z - \alpha \cdot \tau_{\text{IS}} \cdot r) \cdot W$, où τ_Z est le taux Zucman (2%), α le coefficient d'imputation économique de l'IS, τ_{IS} le taux d'IS effectif (25%), r le rendement brut du capital (7,5% dans le scénario Zucman) et W le patrimoine total imposable. Avec $\alpha = 0,82$ et $W = 1\,000$ Mds €, $R_{\text{net}} = (2\% - 0,82 \times 25\% \times 7,5\%) \times 1\,000 = 0,46\% \times 1\,000 = 4,6$ Mds €. La fourchette réaliste se situe entre 4,6 et 5,5 Mds € selon les paramètres retenus pour r (entre 7,5 et 8,5%).

[4] Pour la part travail (deux tiers de l'output), le taux moyen de taxation des salaires publié par FIPECO/OCDE 2024 est retenu, soit 44% au salaire médian – représentatif de la structure des emplois détruits. Pour la part capital (un tiers de l'output), le taux nominal d'IS de 25% est retenu. Pour la TVA sur la consommation induite, un taux effectif moyen de 12% est retenu, cohérent avec les estimations de la Commission européenne sur la structure de consommation française. Le taux de prélèvement agrégé implicite sur l'output perdu s'établit ainsi à environ 47%, très proche du taux de prélèvements obligatoires rapporté au PIB (42,8%, INSEE 2024).

Bibliographie sélective

- Advani, A., Tarrant, H. (2021), « Behavioural responses to a wealth tax », *Fiscal Studies*, 42(3-4), pp. 509-537.
- Akcigit, U., Grigsby, J., Nicholas, T., Stantcheva, S. (2022), « Taxation and Innovation in the Twentieth Century », *Quarterly Journal of Economics*, 137(1), pp. 329-385.
- André, M., Meslin, O. (2023), « Les ménages au patrimoine immobilier le plus élevé paient relativement moins de taxe foncière », *INSEE Analyses* n°91.
- Allègre, G., Timbeau, X. (2026), « Pourquoi et comment taxer les plus riches ? Taxe Zucman (TZ) ou taxe sur le revenu économique et certain (tréc) ? », Document de travail de l'OFCE n°2026-6, mai.
- Bach, L., Bozio, A., Guillouzouic, A., Malgouyres, C. (2023), « Quels impôts les milliardaires paient-ils ? », Note IPP n°92.
- Blandhol, C. (2025), « Wealth Taxes and Entrepreneurial Migration », working paper.
- Conseil d'analyse économique (2025), « Fiscalité du capital : quels sont les effets de l'exil fiscal sur l'économie ? », *Focus* n°118, juillet.
- Cronin, J., Lin, E., Power, L., Cooper, M. (2013), « Distributing the Corporate Income Tax: Revised U.S. Treasury Methodology », *National Tax Journal*, 66(1), pp. 239-262.
- Didier, M., Koléda, G. (2026), « Bilan d'ensemble de l'expérience française d'impôt sur la fortune », *Rexecode*, Document de travail n°99, janvier.
- Gale, W. G., Thorpe, S. I. (2024), « The Incidence and Distributional Effects of the Corporate Income Tax », *National Tax Journal*, 77(4), pp. 739-786.
- Gravelle, J. (2013), « Corporate Tax Incidence: Review of General Equilibrium Estimates and Analysis », *National Tax Journal*, 66(1), pp. 185-214.
- Hannezo, G., Fipaddict (2024), « Quel rendement peut-on réellement attendre de la taxation des plus fortunés ? », *Terra Nova*, septembre.
- Jakobsen, K., Jakobsen, K., Kleven, H., Zucman, G. (2020), « Wealth Taxation and Wealth Accumulation: Theory and Evidence From Denmark », *Quarterly Journal of Economics*, 135(1), pp. 329-388.
- Jakobsen, K., Kleven, H., Kolsrud, J., Landais, C., Muñoz, M. (2024), « Taxing Top Wealth: Migration Responses and their Aggregate Economic Implications », NBER Working Paper n°32153.
- Lerner, J. (1995), « Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms », *Journal of Finance*, 50(1), pp. 301-318.
- Mian, A. (2006), « Distance Constraints: The Limits of Foreign Lending in Poor Economies », *Journal of Finance*, 61(3), pp. 1465-1505.
- Moretti, E., Wilson, D. J. (2017), « The Effect of State Taxes on the Geographical Location of Top Earners », *American Economic Review*, 107(7), pp. 1858-1903.
- Seim, D. (2017), « Behavioral Responses to Wealth Taxes: Evidence from Sweden », *American Economic Journal: Economic Policy*, 9(4), pp. 395-421.
- Zucman, G. (2024), « A Blueprint for a Coordinated Minimum Effective Taxation Standard for Ultra-High-Net-Worth Individuals », *EU Tax Observatory*, juin.

