

au nom de la sécurité nationale. Malgré l'appel à un cessez-le-feu de la part de Pékin, le nouveau pouvoir démocrate campe sur les positions des conservateurs américains.

Au nom du droit moral

L'administration Biden entend même faire croître les hostilités. D'une part, en construisant une alliance avec des Etats européens, asiatiques et pacifiques qui se disent également soucieux de la montée en puissance de la Chine. Dans ce contexte, le président Biden réunit au sommet cette semaine ses homologues du «Quad» (Australie, Etats-Unis, Inde et Japon) pour dessiner une stratégie commune. D'autre part, elle veut s'appuyer sur le droit moral pour contenir le géant asiatique. Il s'agit de sanctionner économiquement et politiquement sur la base des violations des droits humains, notamment dans la province du Xinjiang – ce que Pékin nie – et à Hongkong. Apparemment, les Etats-Unis et leurs alliés soutiennent la revendication d'indépendance de l'ancienne colonie britannique rétrocédée à Pékin en 1997. Nouvelle menace: des organisations non gouvernementales demandent aux Etats de boycotter les Jeux d'hiver de Pékin de 2022.

«Too big to ignore»

Mais l'argent compte. De nombreuses entreprises américaines demandent de reprendre les affaires avec la Chine. Comme le dit le rapport d'UBS, la Chine est «trop grande pour être ignorée» (*Too big to ignore*). La grande banque suisse rappelle que, désormais, l'économie chinoise contribue à hauteur de 30% à la croissance mondiale, et en termes de pouvoir d'achat, elle pèse plus que les Etats-Unis.

Le message est déjà entendu. En réalité, les efforts de Washington pour pousser au découplage de l'économie chinoise du reste du monde sont restés vains. En 2020, les investisseurs américains ont parié 19 milliards de dollars sur les entreprises chinoises à Wall Street malgré les contraintes imposées par Washington. Au total, ce sont 163 milliards de dollars qui sont allés en Chine sous forme d'investissements directs étrangers l'an dernier, contre 134 milliards aux Etats-Unis.

Les investissements étrangers ont été particulièrement visibles dans la santé. Objectif: accéder à un marché qui vaudra 170 milliards de dollars d'ici à 2023. Selon le *Financial Times* de lundi, pas moins de 271 partenariats ont ainsi été signés en 2020. Les grands noms américains – Pfizer, Bayer, Eli Lilly, AbbVie, mais aussi d'autres comme Roche – sont les premiers au rendez-vous. ■

L'expérience suisse qui révèle les effets de la fiscalité des dividendes

L'évaluation précise de l'impact d'une réforme fiscale sur l'activité économique est une tâche difficile voire impossible. En effet, la plupart du temps, un changement de règles fiscales affecte l'ensemble de l'économie et il est difficile d'attribuer une modification des comportements des acteurs économiques à la réforme plutôt qu'à l'évolution de la conjoncture. Les réformes de la fiscalité des dividendes n'échappent pas à ce problème.

Toutefois, un changement dans la politique fiscale suisse a donné lieu à une situation permettant d'évaluer très précisément comment des entreprises cotées réagissent à une baisse de la fiscalité des dividendes.

Petit retour en arrière. Le 24 février 2008, le peuple suisse acceptait à une courte majorité la réforme de l'imposition des entreprises II (RIE II). Ce paquet de mesures visait essentiellement à améliorer les conditions fiscales des PME. Dans ce cadre, la RIE II a introduit le principe de l'apport en capital qui permet au propriétaire d'une entreprise de retirer ses capitaux de son entreprise sans être imposé, alors qu'il l'était par le passé.

Lors de l'entrée en vigueur de la RIE II, le 1er janvier 2011, un élément imprévu, et jamais discuté lors des débats précédant la votation, est apparu dans la circulaire publiée par l'Administration fiscale des contributions. Cette circulaire autorisait explicitement le versement des dividendes à partir de réserves issues d'apports en capital. Ces dividendes sont donc totalement exonérés d'impôts. Ainsi, des entreprises qui ont pu faire reconnaître la constitution de telles réserves depuis 1997 (acquises essentiellement lors d'augmentation de capital) ont la possibilité de verser des dividendes francs d'impôts.

Depuis 2011, plus de 140 entreprises cotées à la bourse suisse ont pu utiliser cette possibilité. Nos estimations indiquent qu'en moyenne 10 milliards de francs de dividendes nets d'impôts ont été versés chaque année depuis 2011 et que les entreprises concernées disposaient, en moyenne, de réserves pour payer 7 ans de dividendes détaxés. Relevons enfin que cette possibilité de verser des dividendes exonérés d'impôts a été limitée à 50% du dividende en 2020 par la nouvelle réforme de l'imposition (RFFA).

L'entrée en vigueur de la RIE II a créé un cadre idéal pour évaluer précisément l'impact de la fiscalité des dividendes sur le comportement des entreprises. En effet, on peut considérer que la possibilité de payer un dividende défiscalisé a été déterminée de façon quasi aléatoire puisqu'il était impossible d'anticiper l'entrée en vigueur d'une telle loi et de constituer des réserves en prévision de celle-ci.

Il est donc possible de comparer le comportement des entreprises ayant des réserves avec celles qui n'en ont pas et qui constituent un groupe de contrôle. Comme la conjoncture est identique pour les entreprises avec et sans réserves issues d'apports en capital, on peut affirmer qu'un chan-

gement de comportement est réellement dû à la baisse de la fiscalité.

Dans une étude publiée en 2021* avec mes collègues Christophe Pérignon (HEC Paris) et Jean-Philippe Weisskopf (EHL), nous avons analysé le comportement des entreprises helvétiques et avons pu répondre à différentes questions qui restaient ouvertes au sujet de la fiscalité des dividendes. Notre étude montre que, suite à la disparition de l'imposition, les firmes augmentent massivement leurs dividendes.

En effet, nous observons que tant le rendement du dividende (yield) que le taux de distribution des bénéfices (payout ratio) augmentent de 30% ou encore que la proportion de firmes payant des dividendes augmente de 10%. Cela montre qu'en présence d'impôts, les entreprises ont tendance à retenir une fraction trop importante de leurs ressources au sein de l'entreprise alors qu'elles pourraient les redistribuer à leurs actionnaires. En revanche, nous ne trouvons aucun impact sur les rachats d'actions.

Nous analysons également la réaction des investisseurs et trouvons que les prix des actions augmentent en moyenne de 2,4% lors de l'annonce de paiement de dividendes détaxés. Cela signifie que la disparition des taxes génère une augmentation de la valorisation des firmes. Enfin, une question importante est de savoir si la réduction des taxes a des effets réels, notamment sur l'investissement des entreprises. En effet, la théorie néoclassique – et les courants politiques d'inspiration libérale – estime que la diminution de la fiscalité est associée à une diminution des coûts de financement et par conséquent devrait mener à une augmentation des investissements. Nous trouvons que les investissements demeurent stables après la réforme, ce qui indique que les entreprises sont peu sensibles à ce paramètre et qu'elles utilisent plutôt leurs réserves pour financer de nouveaux investissements. ■

*What if dividends were tax-exempt? Evidence from a natural experiment, 2021, Review of Financial Studies.

La disparition des taxes génère une augmentation de la valorisation des firmes

DUŠAN ISAKOV
PROFESSEUR DE FINANCE ET DE
GOVERNANCE D'ENTREPRISE
À L'UNIVERSITÉ DE FRIBOURG

