

LA LETTRE VERNIMMEN.NET

N° 164, janvier 2019

par Pascal Quiry

et Yann Le Fur

Dividendes et rachats d'actions en 2018 au sein du CAC 40

Pour la 16^e année, nous publions les résultats de notre étude annuelle. Avant de vous en livrer les résultats, rappelons 3 choses à notre lecteur pour qui les souvenirs des chapitres 38 et 39¹ seraient trop lointains :

1/ Pas plus qu'un retrait à un distributeur automatique de billet ne vous a jamais enrichi, dividendes et rachats d'actions n'ont jamais enrichi les actionnaires dont la valeur de leurs actions baisse

mécaniquement du même montant dès le versement du dividende. Pour les rachats d'actions, c'est la valeur des capitaux propres qui baisse du montant du rachat d'actions et la stabilité de la valeur de l'action est obtenue, malgré cela, grâce à la hausse du pourcentage de détention suite à l'annulation des actions rachetées.

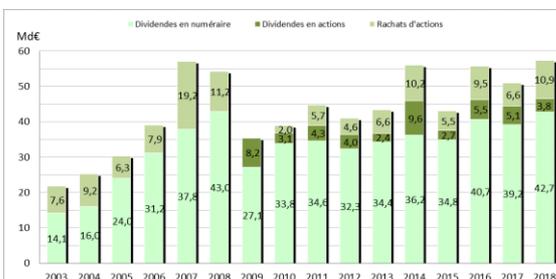
2/ Par construction, le CAC 40 regroupe les 40 groupes cotés français ou d'origine française aux meilleures performances. Pas plus que l'on peut juger du niveau en finance des français en interrogeant nos 40 meilleurs étudiants, l'on ne peut juger de la bonne santé de l'économie française en se penchant uniquement sur le CAC 40, dont le périmètre évolue au demeurant chaque année pour sortir les moins performants (LafargeHolcim et Solvay en 2018) et leur

¹ voir leurs résumés en annexe

substituer des impétrants plus performants (Hermès et Dassault Systèmes).

3/ Dividendes et rachats d'actions sont de formidables outils de circulation des richesses permettant de réallouer une ressource rare, les capitaux propres, d'entreprises qui n'en ont plus l'utilité, vers des entreprises nouvelles qui en ont besoin à leur stade de développement actuel. Ainsi, dans nos activités d'investissement, nous côtoyons au capital de la start-up prometteuse Karos un des fonds d'investissement de la famille Arnault, alimenté grâce au 5^e payeur de dividendes qu'est LVMH.

Les résultats maintenant ! En 2018, d'après nos compilations, les entreprises du CAC 40 ont rendu à leurs actionnaires 57,4 Md€, dont 10,9 Md€ sous forme de rachats d'actions. Ce niveau comparable, à celui de 2007 (57 Md€) retrouvé 11 ans après par les stars de l'économie française, n'est pas surprenant compte tenu de leurs très bons résultats (à l'exception des banques qui ne gagnent toujours pas leur coût du capital) à ce point du cycle.



Source : *Compilation des informations réglementées publiées par les sociétés*

Il est probable que l'an prochain les chiffres que nous publierons seront encore meilleurs compte tenu de la progression des

résultats 2018 que l'on entrevoit, d'autant que la composante purement discrétionnaire, les rachats d'actions et les dividendes extraordinaires, ne représentent que 20 % de ce montant.

En 2018, les 3 premiers groupes redistribuant des capitaux propres à leurs actionnaires font 33 % du volume : Total (10,1 Md€), Sanofi (4,8 Md€), et BNP Paribas (3,8 Md€). Toutes des entreprises à maturité, ce qui est logique puisque les entreprises à maturité génèrent des capitaux propres importants, que leur faible croissance rend inutiles en leur sein. Il est plus sain de les reverser à leurs actionnaires, plutôt que de les gaspiller en surinvestissements ou en placements oisifs de trésorerie, et de priver ainsi de capitaux propres d'autres groupes qui en auraient besoin pour se développer et vers qui les dividendes et rachats d'actions de ces mastodontes seront réinvestis.

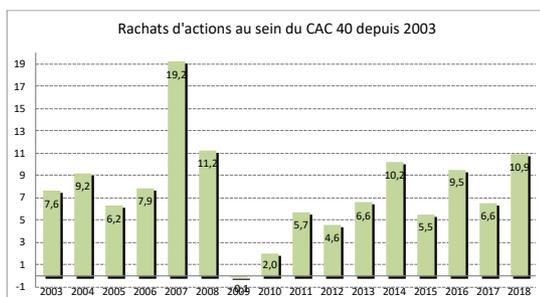
En ajoutant 4 autres groupes (Axa, LVMH, L'Oréal et Schneider), on atteint 51 % des fonds redistribués. Par ailleurs, la dernière moitié du CAC 40 ne fait que 18 % du total. Même au sein du CAC 40, les inégalités sont criantes !

Contrairement au sophisme et au poncif, aucun groupe n'a dû réduire ses investissements pour verser un dividende². Aucun n'a dû s'endetter au-delà du raisonnable pour verser un dividende ; et le dividende en actions est là pour ceux qui ne veulent pas prendre le risque d'être gênés aux entournures. Il est vrai aussi que les groupes du CAC 40 sont relativement peu

² Voir La Lettre Vernimmen n° 152 d'octobre 2017 où nous le récusons et démontrons sa fausseté.

endettés (quand ils le sont) à ce point du cycle économique.

En 2018, les entreprises du CAC 40 ont procédé à 10,9 Md€ de rachats d'actions, soit 0,8 % de leur capitalisation boursière moyenne. On ne comparera pas ce chiffre à celui des années précédentes car cela ne ferait pas sens, puisque les rachats d'actions sont discrétionnaires et n'impliquent, contrairement aux dividendes, aucun engagement implicite de récurrence.



Source : Compilation des informations réglementées publiées par les sociétés.

Ce montant s'explique à hauteur de 35 % par Total qui revient aux rachats d'actions principalement pour neutraliser la dilution induite par ses dividendes payés en actions. Sanofi n'est plus le champion du rachat d'actions (1 070 M€ en 2018) compte tenu

	Groupe	Rachat brut d'actions en 2018 (en M€)	Rachats bruts en % de la capitalisation boursière moyenne 2018	Dividendes versés en cash en 2018 (en M€)	Dividendes versés en actions en 2018 (en M€)	Dividendes exceptionnels en 2018 (en M€)	Somme rachats bruts et dividendes versés en 2018 (en M€)	En % de la capitalisation boursière moyenne 2018
1	Total	3 776	2,9%	3 956	2 397		10 129	7,8%
2	Sanofi	1 070	1,2%	3 773			4 843	5,5%
3	BNP Paribas		0,0%	3 772			3 772	5,5%
4	Axa	-1	0,0%	2 998			2 997	5,4%
5	LVMH	298	0,2%	2 513			2 811	2,0%
6	L'Oréal	499	0,5%	2 007			2 506	2,3%
7	Schneider Electric	831	2,0%	1 223			2 054	5,0%
8	Vinci	475	1,0%	1 357			1 832	3,7%
9	Orange	101	0,3%	1 729			1 830	4,8%
10	Crédit Agricole	20	0,1%	1 793			1 813	5,0%
11	Société Générale	-31	-0,1%	1 764			1 733	5,6%
12	Engie	1	0,0%	1 683			1 684	5,4%
13	Safran	545	1,3%	695			1 240	3,0%
14	Air Liquide	63	0,1%	1 158			1 221	2,7%
15	Airbus	52	0,1%	1161			1 213	1,6%
16	Saint-Gobain	499	2,3%	707			1 206	5,5%
17	Danone		0,0%	431	770		1 201	2,6%
18	Kering	361	0,7%	758		-	1 119	2,2%
19	Unibail-Rodamco		0,0%	1 079			1 079	5,7%
20	Renault	47	0,2%	1 027			1 074	4,9%
21	Hermès	52	0,1%	430		524	1 006	1,8%
22	Sodexo	346	2,5%	411			757	5,4%
23	Cap Gemini	464	2,6%	284			748	4,2%
24	Michelin	75	0,4%	637			712	3,7%
25	Accorhotels	381	3,2%	305			686	5,7%
26	Pernod-Ricard	-9	0,0%	644			635	1,7%
27	Bouygues		0,0%	620			620	4,8%
28	Vivendi		0,0%	568			568	2,0%
29	Peugeot	5	0,0%	474			479	2,7%
30	Veolia	13	0,1%	463			476	4,3%
31	TechnipFMC	423	3,8%	51			474	4,3%
32	Publicis	-19	-0,1%	210	244		435	3,3%
33	Valeo	121	1,2%	296			417	4,2%
34	Legrand	38	0,2%	337			375	2,3%
35	Dassault Systèmes	196	0,7%	38	112		346	1,2%
36	Essilor		0,0%	333			333	1,4%
37	Carrefour	-42	-0,4%	152	200		310	2,6%
38	ArcelorMittal	187	0,7%	83			270	1,0%
39	Atos	50	0,5%	68	112		230	2,3%
40	STMicroelectronics		0,0%	189			189	1,3%
	Cumul	10 887	0,7%	42 177	3 835	524	57 423	3,8%

de 2 grosses acquisitions (Ablynx et Bioderativ pour 13,4 Md€) qui l'ont conduit à les réduire fortement. Ensuite, on trouve 7 groupes, dont 6 de l'an passé, qui ont consacré autour de 500 M€ chacun aux rachats en 2018 : L'Oréal, Vinci, Schneider, Safran, Cap Gemini, Saint-Gobain, TechnipFMC.

Au total, 17 groupes ont procédé à des rachats d'actions significatifs (au moins 100 M€) en 2018

Côté **dividendes**, 46,5 Md€ ont été versés en 2018. Pour la première fois que nous compilons ces données, toutes les entreprises du CAC 40 ont versé un dividende avec le retour au bercail d'ArcelorMittal, certes de façon symbolique (83 M€), pour une entreprise de cette taille.

Rappelant que le dividende n'est jamais acquis : Engie, Carrefour et TechnipFMC qui traversent des phases d'adaptation, ont réduit le leur en 2017. D'autres ont choisi de le payer pour partie en actions : Total bien sûr, pour qui le dividende en actions lui a permis de continuer à maintenir constant son dividende malgré les variations erratiques du prix du pétrole, satisfaisant ainsi ses actionnaires fonds de pension américains et britanniques, très attachés psychologiquement aux dividendes réguliers (le dividende de Total n'a pas été réduit depuis 1981) pour payer les pensions qu'ils doivent, mais aussi Danone, Carrefour, Publicis, Dassault Systèmes et Atos. Ce sont autant de débours de trésorerie évités pour des groupes soucieux de ne pas mettre sous tension leur structure financière ou de préserver intacte leur capacité à financer des opérations de croissance externe.

La progression annuelle des dividendes versés en 2018 est relativement modérée (4,7 %) comparée à celle des résultats nets courants part du groupe qui ressort à 18 %. Mais cela est de bonne gestion car la convention est que les fluctuations des dividendes atténuent celles des résultats, il faut donc qu'ils montent moins vite que les profits, pour pouvoir baisser le moment venu moins vite que ces derniers.

Le taux de distribution des entreprises du CAC 40 est de 46 %, en décline par rapport aux années précédentes. En tenant compte des rachats d'actions et des dividendes extraordinaires, on passe à 59 %. Rappelons au lecteur qui serait tenté de jeter la pierre aux gros distributeurs de dividendes, que le seul critère financièrement pertinent d'appréciation d'une politique de distribution est le taux de rentabilité marginale des fonds réinvestis, sans parler de la capacité des entreprises à en verser un, compte tenu de leur objectif de structure financière. Le dividende n'est ni une idole ni un tabou !

Annexe

Chapitre 38

La politique de distribution ou rendre de l'argent aux actionnaires

Le bénéfice net n'a que deux affectations possibles : soit le réinvestissement dans l'entreprise sous forme d'autofinancement, soit sa distribution aux actionnaires sous forme de dividende ou de rachat d'actions, voire de réduction de capital.

L'autofinancement bénéficie d'une excellente image : il réduit le risque du créancier, se traduit par des plus-values et non des dividendes souvent plus lourdement imposés pour l'actionnaire. Il constitue pour les gestionnaires une ressource mobilisable sans avoir à solliciter des tiers, ressource qui diminue le risque de leur entreprise tout en accroissant la valeur de leurs stock-options.

C'est là cependant son danger. L'autofinancement n'a d'intérêt d'un point de vue financier que s'il permet de financer des investissements qui rapporteront au moins le taux de rentabilité exigé compte tenu de leur risque. Sinon il conduit à détruire de la valeur avec d'autant plus de constance que la sanction intervient souvent tard puisque l'autofinancement à outrance coupe l'entreprise des marchés financiers. La sanction n'en est que plus forte !

Le piège de l'autofinancement est son coût apparent qui est nul alors que son véritable coût, qui est un coût d'opportunité, est bien réel. Il est égal au coût des capitaux propres.

L'autofinancement permet un taux de croissance interne de l'activité égal au taux de rentabilité comptable des capitaux propres multiplié par le taux de rétention de bénéfices ($1 - \text{le taux de distribution}$). À levier comptable et rentabilité économique constants, le taux de croissance interne correspond au taux de croissance des capitaux propres et de l'actif économique. Enfin, le taux de croissance du résultat net et du BPA est égal à la rentabilité marginale des capitaux propres que multiplie le taux de rétention des bénéfices.

Le dividende tout comme les rachats d'actions ont pour objectif premier de rendre aux actionnaires des fonds qui ne trouvent plus à s'investir dans l'entreprise à un taux de rentabilité qui correspond au moins au coût du capital, évitant ainsi de détruire de la valeur. On réalloue ainsi des fonds d'entreprises ou de secteurs à maturité devenus moins risqués, vers des entreprises ou des secteurs nouveaux, en plein développement, qui ont besoin de capitaux propres.

Des objectifs secondaires peuvent aussi être poursuivis :

- réduire la marge de manœuvre des dirigeants en les privant d'une partie des flux de trésorerie générés par l'entreprise (théorie de l'agence);
- signaler que l'entreprise qui renonce volontairement à des liquidités est en bonne santé et qu'elle est confiante dans révolution de ses résultats (théorie du signal) ;
- répondre aux souhaits des actionnaires qui, dans certaines phases, sont prêts à surpayer des entreprises versant des dividendes importants et qui, dans d'autres phases, sont prêts à surpayer des entreprises versant peu de dividendes ;
- procurer des liquidités à l'actionnaire qui peut en avoir besoin ;
- modifier progressivement la structure de l'actionnariat en renforçant le poids de certains actionnaires au détriment de celui d'autres actionnaires.

Chapitre 39

La politique financière : la mise en oeuvre de la politique de distribution

Une politique de dividende s'apprécie en fonction du taux de distribution et du taux de croissance du dividende par action. Le dividende ne constitue pas une rémunération de l'actionnaire puisque sa perception s'accompagne d'une baisse du même montant de la valeur de l'action.

Un dividende exceptionnel par son montant peut être versé en plus du dividende ordinaire.

Le rachat d'actions au fil de l'eau consiste pour la société à racheter de petites quantités d'actions qu'elle annulera ou gardera.

La réduction de capital peut prendre la forme d'une réduction du nominal de toutes les actions par distribution aux actionnaires de liquidités correspondantes ou un rachat d'actions auquel les actionnaires sont libres de participer ou pas. Si la société est cotée elle prendra la forme d'une OPRA.

La réduction de capital ou le rachat d'actions entraînent une croissance du bénéfice par action si l'inverse du PER de l'action est supérieur au taux d'intérêt après impôt de la dette contractée (ou des placements utilisés). Mais ne nous trompons pas, ceci n'a pas de rapport avec la création de valeur.

Il n'y a création de valeur que si le poids accru de la dette contraint les dirigeants à de meilleures performances, ou si les actions sont rachetées à un prix inférieur à leur valeur, ou si, enfin, les fonds ainsi restitués aux actionnaires étaient investis dans l'entreprise à une rentabilité insuffisante.

La grande différence entre, d'un côté, le dividende et de l'autre, le dividende exceptionnel, le rachat d'actions au fil de l'eau et la réduction de capital, est que le dividende est normalement récurrent et que toute modification de son niveau est perçue comme un signal. En revanche, le dividende exceptionnel, le rachat d'actions et la réduction de capital sont des opérations ponctuelles, sans caractère de récurrence.

Le choix des outils utilisés pour rendre des liquidités à l'actionnaire dépend aussi de l'impact sur la composition de l'actionnariat et sur les stock-options des dirigeants et, enfin, de considérations fiscales.