

# TROP DE DIVIDENDES ?

Bonne nouvelle pour les actionnaires ! Avec l'amélioration de la conjoncture économique en France, la distribution de dividendes devrait augmenter l'an prochain pour au moins 34 des entreprises du CAC 40. La nouvelle, qui a précédé de peu la publication par Oxfam d'un rapport polémique sur le sujet, va sûrement contribuer à la perception, tenace en France, que les actionnaires sont trop choyés au détriment des salariés et des entreprises elles-mêmes. Alors, vrai ou faux ?



Total a versé près de 44 mds d'euros de dividendes en 2018



une action d'Eurotunnel  
de 88 valorisée 37F et tombée  
à 17 centimes en 2006 -  
Il faudra attendre 20 ans pour  
percevoir le premier dividende

Hasard du calendrier? Quelques semaines avant le dépôt du projet de loi Pacte<sup>1</sup> visant à faire évoluer le rôle de l'entreprise dans la société, Oxfam France a fait paraître une étude polémique sur le niveau des dividendes versés par les grands groupes tricolores, qu'elle juge excessif. D'après l'ONG, les entreprises du CAC 40 sont ainsi "les plus gros payeurs de dividendes en Europe continentale, loin devant l'Allemagne" et la France serait même le pays du monde où les entreprises reversent la plus grande part de leurs bénéfices aux actionnaires. "Les 10% les plus riches détiennent plus de la moitié des richesses nationales quand les 50% les plus pauvres ne se partagent que 5% du gâteau. Cette répartition inégale s'organise d'abord là où elles se créent : au sein des entreprises", dénonce l'association présidée par **Cécile Duflo**.

## MÉTHODOLOGIE CONTESTÉE

Si l'étude a fait grand bruit, elle a été néanmoins critiquée pour sa méthodologie. "Le rapport s'intéresse au partage des bénéfices nets alors qu'économiquement, ce qui compte, c'est la création et la répartition de la valeur ajoutée", nuance ainsi **Loïc Dessaint**, directeur général de l'agence en conseil de vote Proxinvest. Les économistes reprochent en outre à Oxfam France d'avoir occulté les rachats d'actions dans ses comparaisons internationales, même si l'ONG affirme les avoir bien intégrés<sup>2</sup>. Plus généralement, le rapport tend à opposer les salariés et les actionnaires; or la France est plutôt en avance sur les autres pays en matière de participation et d'intéressement. Quant au reproche fait aux grands groupes de satisfaire les actionnaires au détriment des investissements, il est contesté par **Pascal Quiry (H.84)**. Dans sa lettre Vernimmen.net, le professeur de finance à HEC Paris explique qu'en 2016 les entreprises du CAC 40 (hors secteurs immobilier et financier) ont investi pour 68,8 milliards d'euros, soit 50% de plus que ce qu'elles ont redistribué à leurs actionnaires en dividendes et rachats d'actions. "Les sociétés qui distribuent le plus sont en réalité aussi celles qui investissent le plus", avance le spécialiste.

Une autre étude avait alimenté la controverse l'an dernier. L'indice HGDI du gestionnaire d'actifs Henderson Global Investors indiquait qu'en 2016 les grands groupes français avaient versé 54 milliards de dollars de dividendes, contre

36 milliards pour les grands groupes allemands. Un écart élevé qui ne se justifiait pas uniquement par le nombre supérieur d'entreprises françaises dans l'échantillon. Les experts avancent une explication sectorielle: le CAC 40 comporte un géant du luxe (LVMH), un pétrolier (Total) et des institutions financières (BNP Paribas, Société Générale, etc.) qui versent des dividendes importants, alors que les



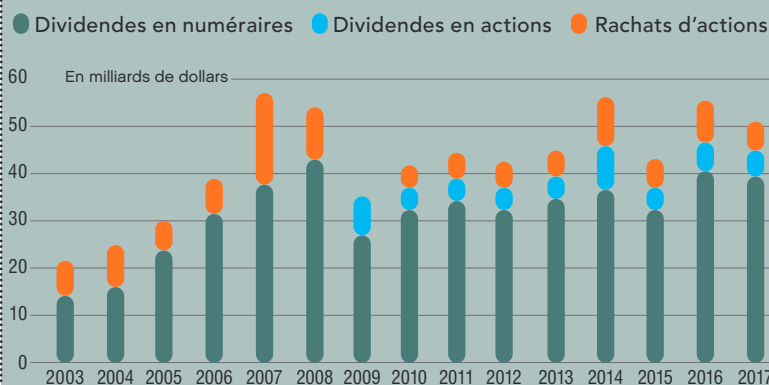
## DIVIDENDES ET RACHATS D'ACTIONS AU SEIN DU CAC 40

Les dividendes et rachats d'actions au sein du CAC 40 ont représenté 50,9 milliards d'euros en 2017, en baisse par rapport aux 55,7 milliards de 2016 alors que les profits de l'indice ont globalement augmenté.

Deux explications majeures à cela :

- En 2016, Vivendi a restitué à ses actionnaires 3,7 milliards d'euros en dividendes extraordinaires et 1,6 milliard en rachats d'actions, ce qui n'a pas été le cas en 2017.
- Nokia a été remplacé dans l'indice par STMicroelectronics, groupe en croissance qui a besoin de capitaux propres et distribue peu de dividendes. Klépierre a été remplacé par Atos, avec les mêmes effets.

Pour la première fois depuis 2007, toutes les entreprises de l'indice ont été profitables et elles ont toutes versé un dividende, sauf ArcelorMittal. Près du tiers des capitaux propres redistribués en 2017 proviennent de trois grands groupes: Total, Sanofi et BNP Paribas.



Source : Lettre Vernimmen, janvier 2018.

## CAC 40 : PRIORITÉ AUX ACTIONNAIRES

Depuis 2009, **sur 100 € de bénéfices**, les entreprises du CAC 40 ont en moyenne reversé :



Oxfam critique l'emploi de leurs bénéfices par les sociétés du CAC 40

●●● grands groupes allemands, plutôt industriels, ont des marges plus faibles et donc tendent à distribuer moins. Par ailleurs, *“les vingt premières entreprises françaises sont plus grosses que les vingt premières outre-Rhin en termes de capitalisation boursière, il n'est donc pas surprenant qu'elles versent des dividendes supérieurs”*, souligne Pascal Quiry.

### UN OUTIL POUR FINANCER L'ÉCONOMIE

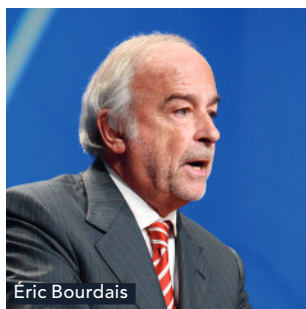
Au gré de ces polémiques, le grand public s'interroge sur le bien-fondé des dividendes. À quoi servent-ils ? La réponse paraît simple : à récompenser l'actionnaire pour le risque élevé qu'il a accepté de prendre. Rappelons en effet qu'il peut perdre l'intégralité de sa mise ou presque lorsque les perspectives de l'entreprise se dégradent, comme le rappellent les tristes exemples d'Eurotunnel, de PagesJaunes ou d'EDF. C'est pourquoi, lorsque les choses se passent bien, le dividende est *“au moins aussi légitime que l'intérêt perçu sur un livret A”*, estime Loïc Dessaint. *“Sans espérance d'un retour sur investissement, pas d'attraction des capitaux ni de financement de l'économie”*, ajoute l'expert.

Mais comment fixer le montant d'un dividende ? Le “juste niveau” est celui qui permet d'attirer et de fidéliser les actionnaires sans compromettre l'avenir de la société. Administrateur chevronné qui a siégé au conseil d'une vingtaine de grands groupes ces trente dernières années, **Éric Bourdais de Charbonnière (H.63)** énumère trois critères majeurs pour décider d'un dividende : *“le passé, les perspectives d'investissement et les pratiques des concurrents”*. De fait, rares sont les sociétés qui adoptent une politique de distribution très différente de leurs concurrents. *“Total n'a jamais baissé son dividende depuis 1981 pour rester concurrentiel face à BP, Shell ou Exxon”*, relève Pascal Quiry.

Outil efficace pour rémunérer la prise de risque des actionnaires, le dividende a également un rôle macro : il fait circuler l'argent dans l'économie et permet de financer l'innovation. Quand une entreprise se développe jusqu'à atteindre un certain niveau de maturité, elle dégage des flux de trésorerie supérieurs à ses besoins en investissements qu'elle utilise pour se désendetter, puis pour verser des dividendes. C'est typiquement le cas de Veolia ou d'Engie, qui étaient pointées du doigt dans le rapport Oxfam. *“Après avoir bénéficié d'injections de capitaux propres quand elles en avaient besoin, ces entreprises se sont mises à les restituer sous forme de dividendes ou de rachats d'actions à leurs actionnaires. À charge pour eux de les investir dans d'autres entreprises qui, elles, ont besoin de capitaux propres pour financer leur développement – des start-up par exemple”*, explique Pascal Quiry. Le professeur donne ainsi raison aux investisseurs activistes qui ont poussé Apple à redistribuer ses 150 milliards de dollars de trésorerie. *“Ces dollars oisifs sont maintenant utilisés à financer les Apple de demain”*<sup>3</sup>.

### L'ALERTE DE BLACKROCK

Il n'en demeure pas moins vrai que certaines sociétés ont la main lourde sur les dividendes et qu'une trop forte redistribution des profits peut nuire à leur capacité d'investissement, au risque de compromettre leur avenir. ●●●



Éric Bourdais

## LA TYRANNIE DU COURT TERME

*“L'influence des fonds d'investissement anglo-saxons va croissant parmi les sociétés du CAC 40. Certains fonds américains font pression sur ces sociétés pour qu'elles versent des dividendes élevés, procèdent à des rachats d'actions et découragent les investissements longs dont le pay-back est trop tardif.”*

*En acceptant de racheter ses propres actions, une société reconnaît implicitement qu'elle n'a pas trouvé d'investissements suffisamment attractifs à proposer à ses actionnaires...*

*Cette insistance sur la rentabilité immédiate représente un risque certain pour les sociétés industrielles qui ont besoin de privilégier les investissements longs pour rester compétitives et assurer leur pérennité.*

*Pendant les roadshows, j'ai souvent eu du mal à faire passer ce discours et à intéresser mes interlocuteurs sur les sujets de long terme : les prévisions de cashflows des prochains mois et le montant du dividende attendu étaient plutôt au centre de leurs préoccupations !”*

Éric Bourdais de Charbonnière (H.63), ancien président du conseil de surveillance de Michelin

# 3,6%

Part des dividendes rapportée à la capitalisation moyenne du CAC 40 en 2017 (4,6% en 2016)



Cécile Duflot



Bertrand Badré

## EN TOILE DE FOND, LA HAUSSE DES INÉGALITÉS

Depuis la fin des années 1980, le partage des revenus évolue en faveur des profits et au détriment des salaires, ce qui accroît le fossé entre riches et pauvres. Décryptage de Bertrand Badré (H.89).

*"Les débats sur le niveau des dividendes se fondent souvent sur des approches qui peuvent apparaître simplistes, comme celle d'Oxfam, qui trouvent facilement leur public étant donné les grosses lacunes des citoyens français en matière de culture économique. Un vrai travail d'éducation doit être mené pour qu'ils comprennent mieux comment fonctionnent une entreprise et une économie de marché. Cela étant dit, si ces polémiques rencontrent un écho, c'est qu'il y a un vrai sujet. Les résultats électoraux ne cessent de le démontrer : les sociétés occidentales ressentent un ras-le-bol face aux inégalités croissantes. Les 1 % les plus aisés s'enrichissent au détriment des autres. Une étude récente du McKinsey Global Institute montre que dans les pays développés, les deux tiers des ménages ont vu leur pouvoir d'achat régresser entre 2005 et 2014. La crise est venue exacerber ces tensions.*

*Derrière la question des dividendes et de la répartition des profits se trouve ainsi un autre questionnement, plus profond : quel contrat social mettre en place dans nos sociétés du XXI<sup>e</sup> siècle, marquées par la mondialisation et le progrès technologique ? Tout reste à écrire en la matière."*

Bertrand Badré, ancien DG de la Banque Mondiale, fondateur et DG du fonds éthique Blue like an Orange Sustainable Capital

## TROIS QUESTIONS À CÉCILE DUFLLOT, DIRECTRICE DE L'ONG OXFAM FRANCE

**Oxfam estime que les dividendes distribués par les groupes du CAC 40 sont trop élevés. Pourquoi ?**

Si les grandes entreprises jouent un rôle crucial dans la production de richesses, elles ont aussi une responsabilité dans la création des inégalités. Or celles-ci nuisent à l'ensemble de la société, comme ne cesse de le rappeler le FMI.

Notre étude a remonté les publications aux investisseurs des grands groupes du CAC 40. Depuis 2009, plus des deux tiers des bénéfices ont été reversés aux actionnaires. La France possède ainsi le taux de redistribution de dividendes le plus important au monde. Depuis la crise, les versements aux actionnaires ont augmenté trois fois plus vite que le salaire moyen au sein du CAC 40. Pourtant, les salariés, par leur force de travail, ont eux aussi participé à la création de richesses et aux bons résultats de ces sociétés.

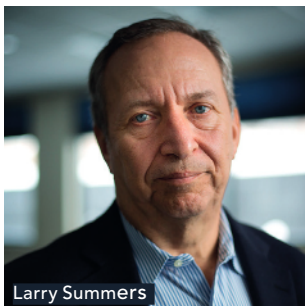
Je rappelle qu'en 2015 l'économiste en chef de la Banque centrale d'Angleterre a alerté sur une explosion des dividendes. La même année, le PDG de BlackRock, un des premiers fonds d'investissement au monde, a parlé d'une véritable "hystérie des dividendes", qu'il estimait "en totale contradiction avec ce dont nous avons besoin".

**Quelles entreprises sont particulièrement pointées du doigt dans votre rapport ?**

Certaines entreprises ont décidé de verser aux actionnaires des dividendes supérieurs aux bénéfices réalisés, voire de rémunérer les actionnaires alors que leurs profits étaient négatifs. Entre 2009 et 2016, l'entreprise ArcelorMittal a ainsi enregistré plus de 7 milliards de pertes tout en versant plus de 3 milliards de dividendes à ses actionnaires. En 2016, Engie a versé des dividendes équivalant à 15 fois le bénéfice net réalisé la même année ! Ces exemples un peu extrêmes ne sont pas isolés, ils traduisent une tendance généralisée : près de 75 % des entreprises analysées dans l'étude ont versé au moins une fois des dividendes supérieurs aux bénéfices réalisés. En fait, les sociétés tendent à maintenir un niveau de dividendes identique quel que soit le niveau de bénéfices réalisés. Cette primauté à la rémunération des actionnaires fait des dividendes versés aux actionnaires une somme incompressible, au détriment des capacités d'autofinancement de l'entreprise, donc de sa capacité à investir et de ses perspectives économiques.

**Que préconisez-vous ?**

Nous appelons à un partage plus équitable des richesses créées au sein des entreprises. L'État devrait encadrer le versement des dividendes de manière à ce qu'ils ne dépassent pas le montant des bénéfices réalisés et qu'ils ne croissent pas plus vite que la part redistribuée aux salariés. Nous prôtons également une meilleure association des salariés à la prise de décision via la présence de quelques-uns dans les instances de décisions, sur le modèle de ce qui se fait déjà en Allemagne.



Larry Summers

## LA PISTE DE LA STAGNATION SÉCULAIRE

L'accroissement des dividendes et des rachats d'actions est généralement perçu comme une dérive du capitalisme, obsédé par les profits à court terme. Et si cette tendance reflétait plutôt une raréfaction des opportunités de croissance qui pousserait les entreprises à distribuer les profits plutôt qu'à les réinvestir ?

C'est l'hypothèse qu'avance l'économiste américain Larry Summers, ancien secrétaire d'État au Trésor, qui reprend là le concept de "stagnation séculaire" théorisé par son compatriote chercheur Alvin Hansen dans les années 1930. La faiblesse persistante des taux d'intérêt réel serait d'ailleurs un symptôme de cette stagnation séculaire : à rendements attendus modestes, coût de financement bas.

Les économistes avancent plusieurs explications à cette situation, en particulier la hausse des inégalités (les plus riches ayant une propension à consommer plus faible) et l'impact mitigé de la nouvelle économie, qui crée de l'activité certes, mais au détriment d'industries existantes (les ventes de voitures pour Uber, l'hôtellerie pour Airbnb, la grande distribution pour Amazon, etc.).

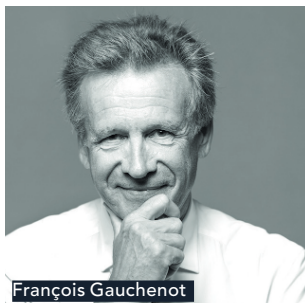


cas de Dell qui avait à cause de cela perdu des parts de marché face à HP au début des années 2010. De même, le dividende exceptionnel versé par PagesJaunes suite à son LBO avait plombé le bilan du groupe. *"Dans environ 20% des cas, nous recommandons de s'opposer au niveau de dividendes proposé par le conseil d'administration car nous le considérons comme dangereux pour l'équilibre financier et les profits futurs"*, confie Loïc Dessaint chez Proxinvest. Le géant de la gestion d'actifs BlackRock lui-même avait appelé les grands groupes européens et américains, en 2015, à faire preuve de davantage de modération dans leur politique de distribution et à résister à la pression venant de *"la prolifération des actionnaires activistes qui cherchent un rendement immédiat"*.

Si l'on s'intéresse plus spécifiquement aux sociétés françaises, *"leurs cashflows ne couvrent que 80% des investissements réalisés, elles doivent donc se financer par de la dette. La France est ainsi le seul pays de l'OCDE où l'endettement des entreprises continue d'augmenter"*, s'inquiète Patrick Artus, le chef économiste de Natixis. Dans le contexte actuel de taux d'intérêt bas, cette politique profite certes aux actionnaires, via l'effet de levier. Mais elle présente un danger à moyen terme car lorsque les taux remonteront, la charge des intérêts flambera à mesure que les emprunts seront renouvelés.

Pour finir, la question de la redistribution est intimement liée à la structure de l'actionariat. Environ la moitié du capital des groupes du CAC 40 est détenue par des investisseurs étrangers, qui sont *"bien moins connaisseurs et soucieux des entreprises françaises"*, alerte Loïc Dessaint. La fiscalité peu attractive a découragé les ménages français d'investir, tandis que les compagnies d'assurances soumises aux normes de Solvabilité 2 sont contraintes de limiter leurs prises de risque. *"Plus généralement, on n'a rien fait pour que les Européens détiennent des actions, à l'exception des Pays-Bas"*, décrypte Patrick Artus. Évoqués depuis des décennies, les fonds de pension à la française ne semblent toujours pas près de voir le jour. ●

1. Plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises.
2. La méthodologie du rapport est consultable sur le lien web [goo.gl/DAUqpm](http://goo.gl/DAUqpm).
3. Comme le dit malicieusement Warren Buffett dans une de ces formules dont il a le secret : *"Thésauriser le cash plutôt qu'investir ou verser des dividendes, cela revient à garder le sexe pour ses vieux jours"*...



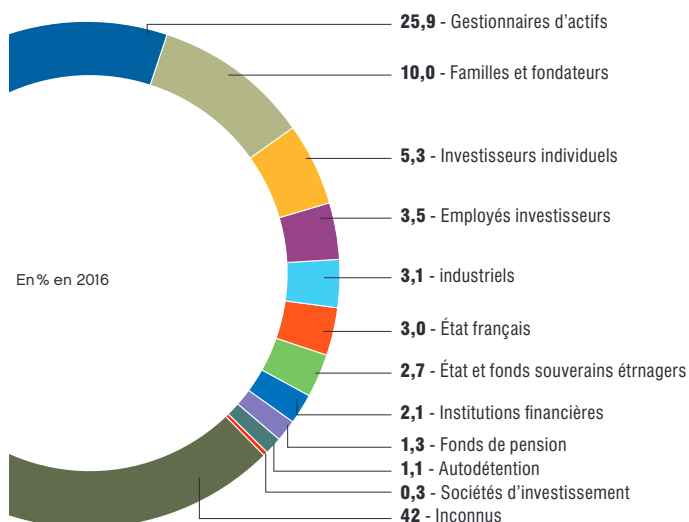
François Gauchenot

## DES STOCK-OPTIONS SANS EFFETS PERVERS

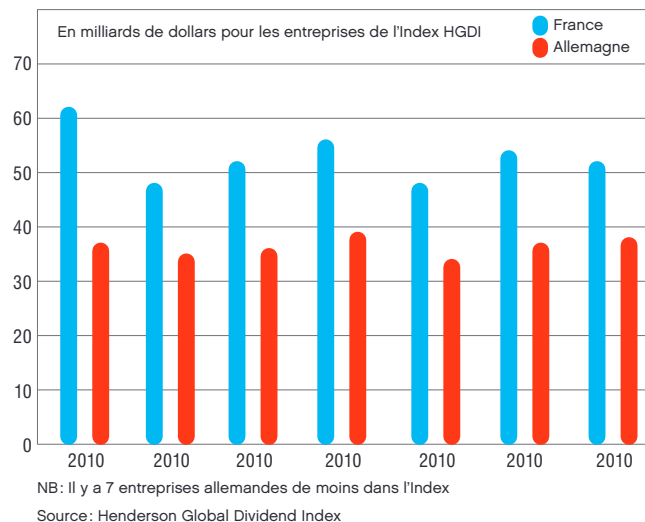
Président du cabinet de conseil Saint George Institute SA en Suisse, François Gauchenot (H.70) a imaginé un produit financier pour mieux associer les talents à la destinée d'une organisation.

*"Le dividende récompense ceux qui apportent du capital à l'entreprise, mais il faut aussi attirer et développer le capital humain"*, affirme François Gauchenot, inventeur des Valeurs de Talents, un instrument juridique innovant qui permet de motiver les forces vives d'une société. Concrètement, ces titres émis avec une valeur nominale de 1 centime d'euro donnent accès au dividende et à un droit de vote à l'assemblée générale des actionnaires, mais ils n'ont pas de valeur de revente et ne font donc pas l'objet de spéculations. *"Ils permettent de fidéliser le personnel de manière plus saine que les stock-options"*, résume François Gauchenot, dont l'invention n'a pour l'instant pas trouvé écho auprès des pouvoirs publics.

## L'ACTIONNARIAT DU CAC 40



## ÉVOLUTION COMPARATIVE DU MONTANT DES DIVIDENDES VERSÉS ENTRE FRANCE ET ALLEMAGNE



## "LE RENDEMENT DES ACTIONS EST BIEN PLUS ÉLEVÉ AUX ÉTATS-UNIS"

Patrick Artus, chef économiste de Natixis, et Pascal Quiry (H.84), professeur de finance à HEC Paris, réagissent pour *Hommes et Commerce* au rapport d'Oxfam.

**HEC – Que pensez-vous du rapport d'Oxfam France selon lequel les entreprises du CAC 40 distribuent trop de dividendes ?**

**PASCAL QUIRY** Ceux qui opposent les salaires et les dividendes n'ont rien compris au sujet. Le salaire rémunère le travail alors que le dividende ne rémunère pas l'actionnaire. Lorsqu'un individu touche sa paye en fin de mois, cela vient accroître le solde de son compte bancaire. Lorsqu'il perçoit un dividende, il reçoit certes du cash, mais en contrepartie la valeur du titre diminue du même montant.

Quand vous retirez de l'argent au distributeur, vous ne devenez pas plus riche : vous liquéfiez simplement une partie de votre patrimoine. Il se passe la même chose quand vous touchez un dividende. L'entreprise liquéfie une partie de son capital.

**PATRICK ARTUS** Oxfam se trompe en affirmant que la France est le pays au monde où les actionnaires sont les plus gourmands. Il ne faut pas regarder uniquement les dividendes mais le ROE (*return on equity*) dans son ensemble, c'est-à-dire le rendement du capital pour les actionnaires.

Les pratiques varient selon les pays. Au Japon par exemple, les entreprises distribuent peu de dividendes, et les actionnaires

s'enrichissent essentiellement via la hausse du cours de l'action. Aux États-Unis, le rachat d'actions est une pratique courante.

Au global, le rendement des fonds propres est plus élevé de l'autre côté de l'Atlantique : en 2017, il était de 9 % en France contre 12 % aux États-Unis – et sans doute plus de 15 % cette année avec la réforme fiscale de Donald Trump.

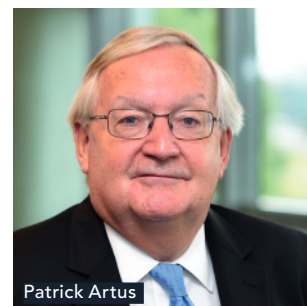
**HEC – Existe-t-il un "juste niveau" en matière de dividendes ? Quel est le ratio pertinent ?**

**P. QUIRY** Il n'y a pas d'indicateur miracle. Ce qui compte, c'est la rentabilité marginale des investissements. Si la société Chanel a divisé ses dividendes par trois cette année, c'est parce qu'elle se lance dans des projets à l'international au potentiel considérable, qui s'avéreront plus profitables aux actionnaires qu'une distribution immédiate de bénéfices.

**P. ARTUS** – Encore une fois, le dividende n'est qu'une partie de l'équation. C'est la rentabilité des fonds propres qu'il convient de regarder.

**HEC – Oxfam a-t-il tout à fait tort sur le fond ? Les actionnaires sont-ils trop "gourmands" au détriment des intérêts de l'entreprise ?**

**P. QUIRY** Le système de retraite par capitalisation anglo-saxon a des effets pervers. Les fonds de pension maintiennent la pression sur les dividendes et rachats d'actions, car ils en ont besoin pour financer les retraites.



**P. ARTUS** Les travaux des économistes estiment en général qu'une "juste" prime de risque pour les actionnaires devrait tourner autour de 4 ou 5 %. Cela signifie un rendement de 7 ou 8 % si l'on se base sur les intérêts à 3 % des emprunts à dix ans de l'État américain. En France, le rendement est de 9 %, aux États-Unis bientôt de 15 % ! C'est un niveau anormalement élevé, et d'autant moins justifié que les entreprises tendent à reporter le risque sur les salariés en ajustant la masse salariale et les rémunérations dans les mauvaises passes.