

LA LETTRE VERNIMMEN.NET



N° 152 octobre 2017

par Pascal Quiry

et Yann Le Fur

ACTUALITÉ

Les investissements et les dividendes sont- ils mutuellement exclusifs ?

Régulièrement, à l'occasion de la publication de notre enquête annuelle sur les dividendes et les rachats d'actions au sein du CAC40 ¹, on nous pose la question : « mais si les entreprises versaient moins de dividendes, ne pourraient-elles pas plus investir ? » et sous-entendu, dans le contexte français, créer plus d'emplois.

Nous pensons que cette question, souvent tournée comme une affirmation évidente,

¹ Voir par exemple dans La Lettre Vernimmen.net n°146 de janvier 2017.

est un sophisme, c'est-à-dire un raisonnement faux mais qui a l'apparence du vrai. L'objectif de cet article est de le démontrer.

Commençons déjà par trois rappels.

Premier rappel : Le dividende est souvent l'objet de fantasmes et d'une erreur monumentale : ce n'est pas la rémunération de l'actionnaire, mais la liquéfaction partielle de son patrimoine.

Il est souvent fait l'assimilation entre le dividende pour l'actionnaire et le salaire pour le salarié. Rien n'est plus faux. Quand votre salaire arrive sur votre compte en banque, vous êtes plus riche de son montant. Quand le dividende arrive sur le compte en banque de l'actionnaire, l'actionnaire n'est pas plus riche du montant du dividende, car au même moment la valeur de l'action a baissé du montant du dividende payé. Son patrimoine est toujours le même, 100 par exemple, simplement au lieu d'avoir 100 en actions, il a maintenant 98 en actions et 2 en

liquidités². Alors que si vous aviez 100 de patrimoine avant de toucher votre salaire de 2, à sa perception, votre patrimoine passerait à 102.

Second rappel : L'investissement n'est pas un devoir patriotique. Les entreprises investissent parce qu'elles pensent à tort ou à raison qu'il y a ou qu'il y aura une demande pour leurs produits ou services et qu'elles pourront couvrir le coût des capitaux mobilisés pour réaliser les investissements nécessaires. Autrement dit qu'à terme la rentabilité dégagée couvrira le coût du capital.

La rentabilité n'est pas un diktat, c'est une clef d'affectation d'une ressource rare, l'épargne. Au cours du temps d'autres clefs de répartition ont été testées sans grand succès : la planification centrale en URSS ou dans la Chine de Mao. D'autres expériences sont en cours au Venezuela et en Corée du Nord.

Mais il y a des limites à l'investissement : le surinvestissement est un gâchis de ressources rares mal allouées qui auraient pu être mieux utilisées dans une autre entreprise ou un autre secteur.

Troisième rappel : Dans les pays à maturité comme l'Europe et l'Amérique du Nord, l'investissement prend de moins en moins la forme traditionnelle d'achat d'immobilisations. Qui d'ailleurs a envie que l'on construise de nouvelles autoroutes, des EPR ou des usines sidérurgiques ? L'investissement prend de plus en plus la forme d'immatériel qui passe généralement

directement en compte de résultat (par exemple les salaires dans les start-ups qui réussissent). Et c'est une banalité que de dire que le développement de l'économie du partage (AirBnB, co-voiturage, voitures autonomes à terme) renforce cette tendance.

Un sophisme

Comme tout sophisme, l'affirmation « verser plus de dividendes, c'est réduire d'autant les investissements » semble vraie à prime abord. En effet dans une entreprise, à l'instant t, l'argent existe en quantité finie et en allouer plus à un poste revient à en allouer moins à un autre, en tout cas à endettement et périmètre d'activité constants et sans augmentation de capital bien sûr.

L'actionnaire patient et rationnel d'une entreprise qui est capable de trouver des investissements rapportant au moins leur coût du capital, et confiant dans la capacité des dirigeants à exécuter ces plans, a tout intérêt à ne pas pressurer l'entreprise de dividendes ; mais au contraire de lui permettre de réinvestir.

Il ne nous semble qu'il n'y a que deux cas de figure où un actionnaire pourra diverger de ce comportement. Premièrement quand il est sous pression lui-même pour récupérer des liquidités, puisque le dividende est une façon de liquéfier une partie de son portefeuille. On peut ainsi penser à l'État français à l'égard de EDF, actionnaire qui n'a pas les moyens de ces ambitions ; ou à des actionnaires soumis à l'ISF dans des entreprises non cotées et qui ont besoin de liquidités pour faire face au paiement de cet impôt ; ou encore à des fonds de LBO eux-mêmes sous pression du fait de mauvais

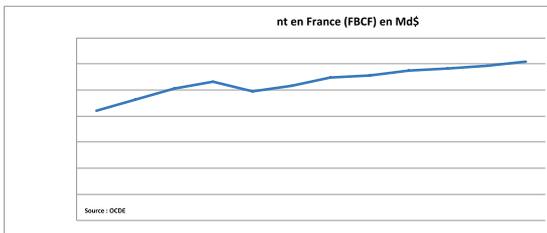
² Pour plus de détails, voir La Lettre Vernimmen.net n°135 d'octobre 2015.

résultats par ailleurs Deuxièmement, quand l'actionnaire estime que le réinvestissement se fait en pure perte au sein de l'entreprise et qu'il faudrait mieux cesser d'investir et commencer à désinvestir du secteur compte tenu de ses faibles performances. Cela a été l'exemple de J. Seydoux dans Chargeurs au profit de Pathé, retirant ses fonds du secteur du textile en France pour les réinvestir dans les salles de cinéma aux meilleures perspectives.

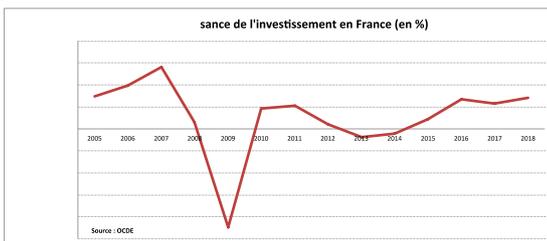
Mais cette vérité microéconomique d'une substitution au sein de l'entreprise entre dividendes et investissements à l'instant t est fautive au niveau macroéconomique.

Sinon comment expliquer que l'investissement soit au plus haut en France en ce moment, alors que les dividendes et les rachats d'actions le sont aussi³, que l'on raisonne :

- en montant absolu⁴ :



- en tendance



- en montant relatif (% par rapport à la valeur ajoutée, courbe bleue du haut) :



Source : INSEE, Conjoncture française, Investissements des entreprises et stocks, juin 2017

Pourquoi ce sophisme ?

Première raison : ce ne sont pas systématiquement les mêmes groupes qui versent des dividendes et ceux qui font des investissements.

En voici une illustration emblématique, en prenant comme exemple les deux premières capitalisations boursières mondiales : Apple et Google.

Apple fut une entreprise en croissance, mais elle ne l'est plus, avec un recul de son chiffre d'affaires de 7 % lors de son dernier exercice, même si elle continue à investir comme en témoigne un ratio investissements / dotation aux amortissements moyen de 115 % :

	Apple			
en Md\$	2013	2014	2015	2016
Ventes	171	183	231	214
Investissements	8,2	9,6	11,2	12,7
en % de la dotation aux amortissements	121%	122%	99%	121%
Dividendes et rachats d'actions	32,9	55,4	46,3	41,5

³ Dividendes et rachats d'actions en France en 2016, voir La Lettre Vernimmen.net n°146 de janvier 2017.

⁴ FBCF : Formation brute de capital fixe

Compte tenu de la fin (temporaire ?) de sa période de croissance, Apple restitue à ses actionnaires des liquidités dont elle n'a plus l'usage au sein de son groupe : 176 Md\$ sur les 4 dernières années.

Google de son côté continue de croître, et même son taux de croissance s'accroît : +10 % en 2014, +12 en 2015 et + 22 % en 2016.

Google				
en Md\$	2013	2014	2015	2016
Ventes	60	66	74	90
Investissements	7,4	11	9,9	10,2
en % de la dotation aux amortissements	264%	314%	241%	192%
Dividendes et rachats d'actions	0	0	1,8	3,7

Logiquement, ses investissements représentent en moyenne 250 % de ses dotations aux amortissements. Et en conséquence ses rachats d'actions et dividendes sont microscopiques (à son échelle s'entend) : 5,2 Md\$ depuis 2013.

Et en France ?

Nous avons regardé la situation au sein du CAC 40, hors les banques et les compagnies d'assurances, soit 34 groupes, de 2005 à 2016. Pourquoi 2005 comme point de départ ? Parce que c'est un point moyen du cycle boursier entre le plus bas de 2003 et le plus haut de 2007, un peu comme 2016.

Dans le premier quartile, seuls 4 des 9 plus gros payeurs de dividendes font aussi partie des 9 plus gros investisseurs (Total, Orange, Engie et ArcelorMittal).

Sanofi, Vivendi, LVMH, L'Oréal et Danone font partie du top 9 des dividendes, mais pas du top 9 des investissements.

À l'inverse, Airbus, Carrefour, Véolia, Renault et Peugeot font partie du top 9 des

investissements, sans faire partie du top 9 des dividendes.

Mais payer de gros dividendes n'empêche pas de faire des investissements importants puisque les 9 plus gros payeurs de dividendes (66 % des dividendes versés) font 59 % des investissements.

N'oublions pas que le dividende est le moyen privilégié de réallouer du capital des entreprises à maturité qui n'en n'ont plus besoin, et qui en génèrent plus qu'elles ne peuvent en utiliser sans tomber dans le surinvestissement, vers des entreprises qui en ont aujourd'hui besoin et qui, un jour ou l'autre, leur succéderont.

IBM, qui était le Google des années 1960-1970, et dont les ventes décroissent depuis 2008, est ainsi devenu un très gros payeur de dividendes/rachats d'actions.

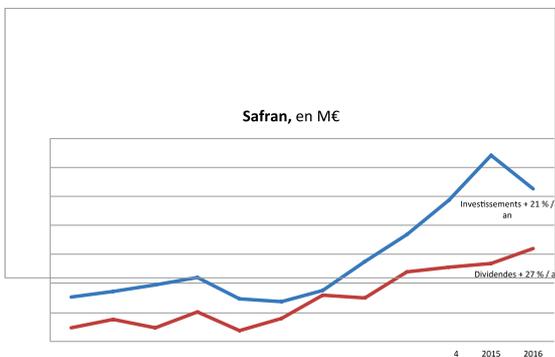
Les dividendes et les rachats d'actions sont des outils anti-situations acquises et anti-rentes.

Il n'y a que les conservateurs pour ne pas aimer les dividendes et les rachats d'actions. Les vrais progressistes (et pas ceux qui s'affirment comme tels) les apprécient car ils font tourner l'argent, remettent en cause les situations acquises en permettant à de nouveaux entrants de se financer plus aisément !

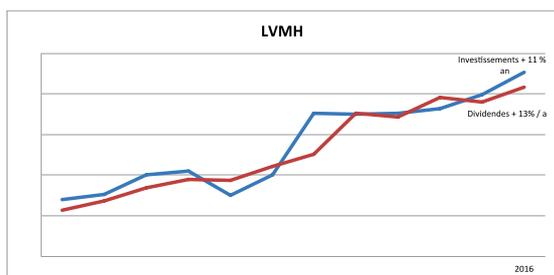
Seconde raison : On oublie le temps et la dynamique des flux au sein de l'entreprise.

Maintenir constant quelques années un dividende par action peut permettre de faire plus d'investissements qui pourront permettre de verser plus de dividendes plus

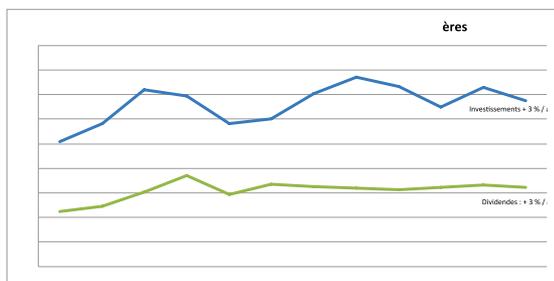
tard. Regardons ainsi Safran dont les dividendes ont fait du surplace entre 2005 et 2009. On pourrait se dire qu'avec une progression des dividendes de 27 % par an depuis 2005, les investissements ne peuvent qu'être sacrifiés. Il n'en est rien : ils ont progressé de 21 % par an !



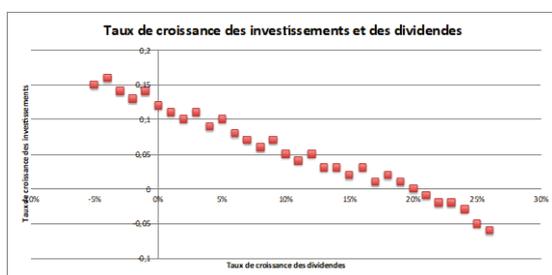
Regardons aussi LVMH, qui est passé de la 9ème capitalisation boursière française en 2005 à la première aujourd'hui. C'est la même histoire, d'une croissance forte des dividendes et des investissements :



Et si maintenant on regarde au niveau du CAC 40 hors les financières, on voit aussi des courbes parallèles qui montrent que dividendes et investissements ne sont pas antinomiques :

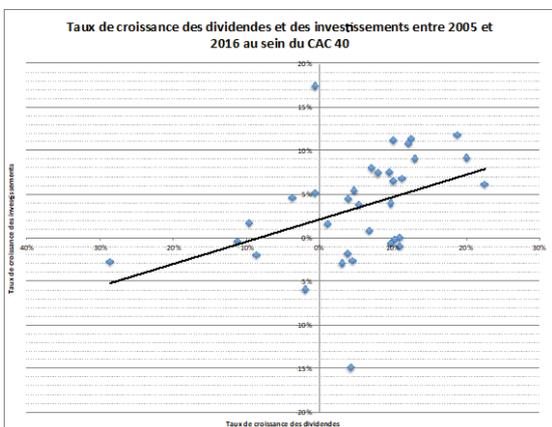


Si verser plus de dividendes conduisait à moins investir, on devrait observer au cours du temps une corrélation inverse : plus le taux de croissance des dividendes serait fort, plus celui des investissements devrait être faible, voire même négatif, avec un schéma comme celui-ci :



Chaque point correspondant à une entreprise.

Hors sur le CAC 40, c'est exactement l'inverse de ce qui est observé depuis 2005 :



Il est donc grand temps d'oublier une vulgate marxiste mal digérée et tout simplement fausse car contredite par les faits. Investissements et dividendes ne sont pas antinomiques et exclusifs l'un de l'autre. Les cas où, au sein d'une entreprise, le cas où le versement des dividendes conduit à réduire les investissements sont rares. Au niveau macroéconomique, c'est même l'inverse que l'on observe, la progression des dividendes permet celles des investissements, une fois que l'on a compris que ce ne sont pas les mêmes groupes qui sont les champions des dividendes et ceux qui sont champions des investissements.