

Fiscalité et distribution des dividendes

Les évolutions fiscales actuelles, de juin 2014, peuvent-elles modifier la politique de distribution de dividendes des entreprises françaises ? Dit autrement, le fisc va-t-il tuer le théorème de Modigliani et de Miller ?

La finance d'entreprise propose l'étude privilégiée de trois décisions stratégiques fondamentales, qui sont la décision d'investissement, la décision de financement et la décision de rémunération des fonds propres, c'est-à-dire la politique de dividendes (ou de distribution).

Lorsqu'une entreprise dispose de flux de trésorerie élevés, elle doit décider de leur affectation. Il n'y a que deux possibilités. Soit ils peuvent être utilisés pour financer de nouveaux projets (ou tout simplement pour augmenter la trésorerie de l'entreprise), soit ils peuvent être distribués aux actionnaires. Cette décision constitue la *politique de distribution* de l'entreprise.

Les outils pour rémunérer les fonds propres

Dans la plus grande majorité des cas, l'entreprise verse à ses actionnaires un dividende en numéraire, c'est-à-dire une somme d'argent pour chaque action détenue.

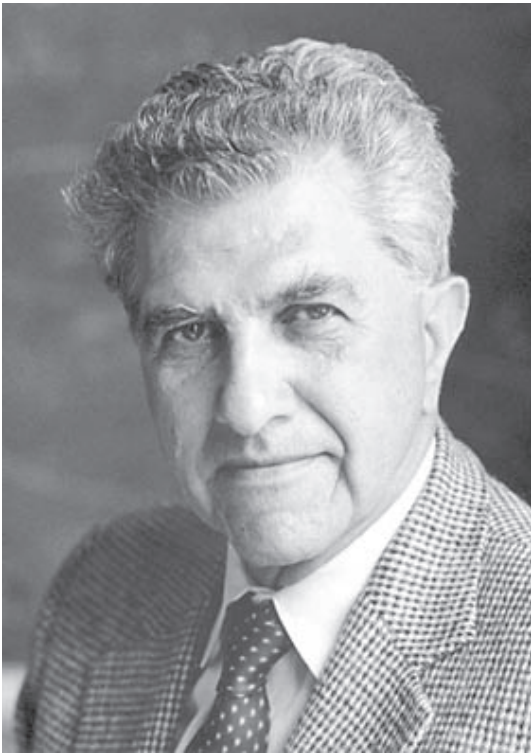
Il arrive aussi que l'entreprise préfère distribuer non de la trésorerie mais des « actions gratuites », par exemple une action gratuite pour vingt actions détenues. L'avantage pour l'entreprise est de conserver ainsi sa trésorerie. Cependant, l'attribution d'actions gratuites suppose la création d'actions nouvelles (ici une action nouvelle pour vingt

Comprendre les dividendes

Le *dividende* est la part du résultat net comptable que les instances de direction de l'entreprise (conseil d'administration et assemblée générale) décident, en général sur proposition des dirigeants, de distribuer chaque année aux actionnaires à la fin de l'exercice comptable, le solde du résultat étant mis « en réserve » et donc conservé dans la trésorerie restant à disposition de l'entreprise. Les fonds rémunérant les apports des actionnaires ne peuvent provenir que de la richesse créée par l'entreprise. Cependant, cette richesse n'est pas facile à apprécier. En effet, le résultat comptable dépend largement des règles comptables utilisées (amortissements, évaluation des stocks...). C'est cependant la seule référence communément utilisée comme base de calcul du *taux de distribution* (par définition égal au quotient des dividendes par le résultat net).

Le formalisme nécessaire à la décision de distribution se traduit par un décalage entre l'année n de référence sur laquelle est calculé le résultat et l'année $n + 1$ de distribution effective, à l'issue de l'approbation des comptes et des décisions relatives au dividende pour l'année n par l'assemblée générale des actionnaires qui se tient généralement en avril de l'année $n + 1$.

anciennes) alors que la richesse globale de l'entreprise reste constante. Cette richesse étant ainsi répartie sur un plus grand nombre d'actions, la valeur de l'action diminue d'autant, comparable à un « gâteau » partagé en un plus grand nombre de parts. Il y a *dilution* du capital de l'entreprise. L'inconvénient de cette pratique est une gestion complexe des droits d'attribution attachés à chaque action qui ne correspondent pas à un multiple des actions créées.



L'économiste américain Merton Howard Miller (1923–2000), prix Nobel en 1990.

Enfin, pour rendre à ses actionnaires une partie des flux de trésorerie disponibles, l'entreprise peut également racheter une partie de ses propres actions. Le plan de rachat d'actions doit être approuvé par l'assemblée générale des actionnaires. Ce programme précise les objectifs du rachat d'actions et également les modalités et les conséquences de l'opération : pourcentage de

capital visé (plafonné à 10 %), durée de l'opération (maximum 18 mois), financement du rachat des actions (utilisation de la trésorerie disponible ou endettement), analyse des conséquences du programme (structure financière, bénéfice par action, fiscalité). Les actions rachetées peuvent être soit conservées par l'entreprise (dans la limite légale de 10 %, car une entreprise ne peut détenir plus de 10 % de ses propres actions), soit annulées. Cette annulation provoque alors une *reletion*, à l'inverse de la dilution résultant des émissions d'actions.

La politique de distribution a-t-elle un impact sur la valeur de l'entreprise ?

En théorie, non. Mettons-nous dans les conditions d'un *marché parfait*, c'est-à-dire un marché sans friction, sans impôts ni taxes ni coûts de défaillance, ni « coût d'agence » (comme les coûts financiers liés aux opérations sur le capital), où l'offre et la demande s'ajustent, sans asymétrie d'infor-



© Umofomia

L'économiste italo-américain Franco Modigliani (1918–2003), prix Nobel en 1985.

Les échanges de vidéos sur Internet... et ailleurs

La démonstration de Modigliani–Miller

Prenons l'exemple d'une entreprise E uniquement financée par capitaux propres. Dix millions d'actions sont en circulation. À partir de l'année prochaine, les flux de trésorerie disponibles (FTD) anticipés annuels seront de 48 millions d'euros. Le coût du capital de l'entreprise est de 12 %. La valeur de E correspond donc à la valeur capitalisée des flux de trésorerie futurs, soit $48 / 0,12$ ou 400 millions d'euros. L'entreprise E a deux choix pour rendre aux actionnaires les flux de trésorerie disponibles pour les années prochaines : versement de dividendes ou rachat d'actions.

Si elle distribue tous ces flux en dividendes, avec des FTD de 48 millions d'euros, le dividende par action pour les années suivantes sera de 4,8 euros. Aujourd'hui (une année avant le premier versement du dividende), la valeur d'une action est de 40 euros. Dans une année, juste avant la distribution du dividende, le prix sera de 44,8 euros. Une fois le dividende payé, le prix de l'action chutera, d'un montant égal au dividende détaché, pour arriver de nouveau à 40 euros. En effet, si la baisse est plus faible, un investisseur pourrait réaliser un gain sans risque en achetant des actions juste avant le détachement de dividende et en les revendant juste après, et si

la baisse est plus forte, il pourrait réaliser un gain sans risque en vendant à découvert juste avant le détachement de dividende et en rachetant juste après. La chute du prix des actions lors d'un versement de dividende est donc cohérente avec l'absence d'opportunité d'arbitrage. La richesse des actionnaires n'est donc pas modifiée par le versement d'un dividende : ils détiennent initialement une action valant 44,80 euros, et après détachement, ils ont 4,80 euros de dividendes et une action valant 40 euros, soit un total identique de 44,80 euros.

Si E décide de ne pas verser de dividendes dans une année, mais plutôt de racheter des actions, elle peut donc racheter $48 / 44,8 = 1,071$ millions d'actions. Il reste donc 8,929 millions d'actions en circulation. Le prix de l'action dans une année restera à 44,80 euros. Il est également possible de raisonner à partir de la valeur actualisée des dividendes. À l'avenir, E aura des flux de trésorerie disponibles annuels de 48 millions d'euros, ce qui correspond à un dividende par action de $48 / 8,929$ soit 5,38 euros. Suite au rachat d'actions, le prix d'une action de E est donc de $5,38 / 0,12 = 44,80$ euros. Et ainsi de suite pour les années suivantes.

mation entre les dirigeants de l'entreprise et ses actionnaires. Les économistes Franco Modigliani et l'économiste américain Merton Miller (1923–2000), prix Nobel en 1990, ont démontré dès 1961 que la politique de dividende n'a pas d'impact sur la valeur de l'entreprise. Lorsque l'entreprise distribue la totalité ou une partie de son résultat disponible, sa valeur n'est pas modifiée par sa politique de dividende. Dans le même contexte, la rentabilité anticipée par les actionnaires n'est pas affectée. Leur analyse utilise le concept de *cash-flow* (flux de trésorerie disponible).

En pratique apparaissent des biais, résultant directement de la fiscalité. Modigliani et Miller ont montré que les actionnaires sont indifférents à

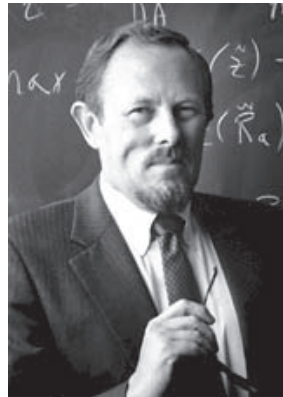
l'égard de la politique de dividendes adoptée par la société dans un marché parfait lorsque les dividendes sont imposés au même taux que les plus-values. Néanmoins, lorsque les dividendes sont imposés à un taux supérieur à celui des plus-values, les deux économistes estiment qu'il est préférable pour la société de racheter ses actions au lieu de distribuer des dividendes.

La distribution des dividendes perçue comme un signal

Leur théorie est cependant largement controversée car les dividendes auraient une influence sur la valeur de l'action, dans la mesure où leur paiement fournirait une information aux actionnaires concernant la rentabilité future de

l'entreprise. Par exemple, si l'entreprise verse un dividende relativement stable dans le temps, ce qui est la pratique courante, et si brusquement elle décide de l'augmenter (ou de le diminuer), cette information peut être interprétée comme une indication favorable (ou défavorable) pour le devenir de l'entreprise. La théorie financière moderne a développé cet argument avec ce qui est appelé la *théorie du signal*. Cette théorie repose sur l'existence d'asymétries d'informations : lorsque les dirigeants détiennent des informations de meilleure qualité que les investisseurs, une décision relative à la politique de distribution est susceptible d'envoyer un signal au marché. Les entreprises payant des dividendes élevés sont considérées comme très rentables, celles payant peu de dividendes comme pas ou peu rentables. Une augmentation du dividende signale que le dirigeant est convaincu que l'entreprise pourra verser durablement des dividendes plus élevés. Une baisse de dividende est interprétée par les actionnaires comme un signe de mauvaise gestion. Les entreprises éviteront donc de réduire leurs dividendes.

Dans un tel environnement, les entreprises paient donc des dividendes pour signaler leur rentabilité élevée aux actionnaires. C'est le contenu informationnel des dividendes qui fonde leur existence. Ainsi, ce n'est pas le niveau du dividende qui est important, mais sa *variation*. Les dividendes présentent donc toujours un aspect plus stable que les bénéfices des entreprises. Cette pratique des entreprises, que l'on retrouve dans tous les pays, est le *lissage* des dividendes. Elle a donné naissance à différents modèles mathématiques, dont celui de John Lintner en 1956. L'annonce d'un rachat d'actions envoie également un signal positif au marché, car les rachats d'actions sont plus probables lorsque le dirigeant estime les actions de l'entreprise sous-évaluées.



John Virgil Lintner Jr (1916–1983).

La lettre *Vernimmen* publie chaque année les statistiques de distribution de dividende et de rachat d'actions par les entreprises françaises du CAC 40 (voir par exemple la lettre 121 de janvier 2014 intitulée « Compilation des informations réglementées publiées par les sociétés »).

Des pratiques à plusieurs vitesses

Au niveau des entreprises, il est opportun de distribuer la trésorerie qui n'est pas réinvestie dans des projets rentables. En effet, en présence d'impôt sur les sociétés (au taux normal de 33,33 % en France), la détention d'une trésorerie excédentaire non investie (placée à des taux actuellement très bas) diminue la rentabilité et par ailleurs alourdit la charge fiscale de l'entreprise, qui a donc intérêt à la reverser à ses actionnaires. Les actionnaires institutionnels, s'ils font partie d'un groupe de sociétés, bénéficient souvent d'un régime « mère-fille » très avantageux car permettant d'éviter la double taxation des dividendes. Ce régime, applicable lorsqu'une maison mère détient depuis plus de deux ans une participation supérieure à 5 % dans une autre société, est une option fiscale utilisée dans les groupes de sociétés. Il permet à la société mère de bénéficier d'une

titre article

Rachats d'actions et dividendes en France

Selon la lettre 121 de *Vernimmen* de janvier 2014 intitulée « Compilation des informations réglementées publiées par les sociétés », « treize groupes ont procédé à des rachats d'actions significatifs en 2013 contre douze en 2012 et dix-sept en 2011. Avec 6,6 milliards d'euros de rachats d'actions en 2013, les entreprises du CAC 40 ont accru en 2013 de 43 % les restitutions de liquidités sous cette forme à leur actionnaires. Ceci correspond bien à la nature totalement discrétionnaire de cette forme de distribution de liquidités aux actionnaires qui peut être arrêtée à tout moment. On reste, sans surprise vue la conjoncture économique, loin du plus haut de 2007 (19,2 milliards d'euros). Deux sociétés représentent à elles seules 56 % du volume (Airbus et Sanofi), et en ajoutant Danone et L'Oréal on obtient 80 %. Publicis y a aussi eu recours en 2013 pour 181 millions d'euros pour parachever la sortie de Dentsu de son capital. »

Pour cette même année 2013, concernant le versement de dividendes, la lettre précise : « 36 milliards d'euros ont été versés en 2013, soit un retrait de 1 % par rapport à l'an dernier, qui peut s'expliquer par un changement de la composition du CAC 40 puisque Alcatel, qui ne verse pas de dividende, a fait son retour au détriment de STMicroelectronics qui en avait versé 362 millions d'euros en 2012. Dix groupes ont choisi cette année de proposer un paiement en tout ou en partie de leurs dividendes en actions, ce qui montre qu'ils estiment avoir besoin de capitaux propres complémentaires sans néanmoins oser faire une augmentation de capital classique.

Comme les années précédentes, le trio de tête des versements de dividendes représente de l'ordre du tiers des dividendes versés ; il est composé de Total, Sanofi et GDF Suez. Si on

ajoute EDF et BNP Paribas, on atteint avec cinq groupes presque 50 % des dividendes. Crédit Agricole et Alcatel Lucent se retrouvent seuls en 2013 à ne pas avoir versé de dividendes, mais ils étaient tous les deux en perte en 2012.

Le taux de distribution pour les entreprises du CAC 40 qui ont versé un dividende est de 46 %, au niveau de sa moyenne historique de 45 %, contre 48 % l'année précédente. Cette légère baisse résulte moins de la progression des résultats que de la modération dans la progression des dividendes, ce qui est normal à ce stade du cycle, voire dans leur baisse à des niveaux plus réalistes (Orange, Arcelor Mittal). »

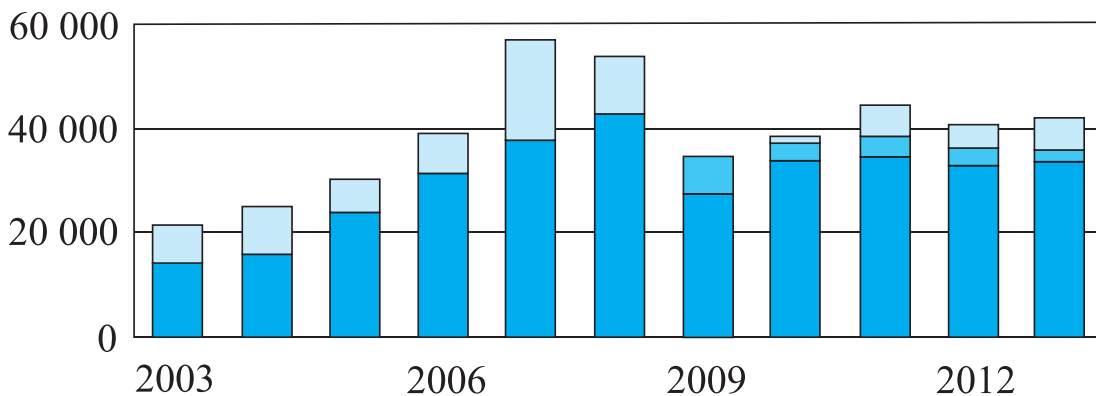
Qu'en est-il des perspectives pour 2014, au niveau mondial ?

Au premier trimestre 2014, les dividendes ont rapidement augmenté, atteignant un nouveau record, selon le dernier indice des dividendes mondiaux de Henderson Global Investors. Les entreprises cotées en bourse ont versé 228,4 milliards de dollars à leurs actionnaires, soit 54,6 milliards (ou 31 %) de plus qu'il y a un an. Près de la moitié de cette progression est à attribuer à Vodafone, qui a versé 26 milliards (dividendes exceptionnels inclus), le montant le plus élevé jamais payé en dividende, dans le cadre de son retrait du capital de Verizon Wireless. Même sans compter les dividendes exceptionnels, la croissance annualisée atteint un taux impressionnant de 12,1 % au premier trimestre, la progression trimestrielle la plus rapide depuis la fin 2012, époque à laquelle les entreprises américaines avaient versé de gros montants en prévision d'un changement de la fiscalité.

exonération d'impôt sur les sociétés sur les dividendes reçus de ses filiales. Seule une quote-part de frais et charges de 5% sur le montant des dividendes reçus doit être réintégrée dans le résultat fiscal de la société mère. Les

groupes sont donc très friands de distribution de dividendes et beaucoup moins intéressés par les rachats d'actions, imposables au titre des plus-values mobilières.

Quant aux particuliers actionnaires, jusqu'en



Répartition des dividendes en actions selon la lettre numéro 121 du *Vernimmen*. Du plus foncé au plus clair : dividende en numéraire, en action, et rachat d'actions.

2012, en France, le régime fiscal des dividendes était plus intéressant, car moins taxé que celui des plus-values mobilières, favorisant naturellement la distribution de dividendes. Récemment la situation s'est inversée en raison de l'abandon d'un abattement fixe et de l'introduction d'une tranche d'imposition à 45 %. Les dividendes se trouvent ainsi, pour certains actionnaires, bien davantage taxés que les plus-values mobilières. En particulier, en ce qui concerne les investissements dans les *start-ups*, des abattements incitatifs ont été instaurés, en fonction de la durée de détention. L'appétit des capitaux-risqueurs pour les dividendes pourrait ainsi se trouver réduit.

Sachant qu'en outre, depuis 2012, les dividendes versés à des associés personnes physiques majoritaires sont assujettis aux cotisations sociales, on peut se demander si la pratique du dividende ne sera pas réservée aux investissements dans les sociétés cotées, le non-coté privilégiant d'autres modes de rémunération des fonds propres. C'est déjà le cas, mais il semble que l'on puisse escompter une accélération du phénomène. Encore une preuve que le marché, comme le monde, n'est jamais parfait...

D.B.