

# LES POLITIQUES DE DISTRIBUTION DES DIVIDENDES

## LE CONTEXTE DE LA DISTRIBUTION DES DISPONIBILITÉS EXCÉDENTAIRES

Les entreprises créent de la valeur, elles dégagent des flux de trésorerie, nous l'avons vu dans les chapitres précédents. L'objectif pour une entreprise est de générer en principe plus de flux de trésorerie positifs que de flux négatifs (nous l'avons développé en dernière partie du chapitre 4).

Pour autant, la question est posée aux dirigeants de ces entreprises chaque année, à la publication des données annuelles : comment redistribuer le cas échéant les flux de trésorerie excédentaires ?

Une entreprise peut faire le choix soit :

- de garder les liquidités au sein de l'entreprise, et de réinvestir dans des moyens de production,
- de satisfaire l'objectif de rentabilité des actionnaires, et de redistribuer les liquidités en dividendes.

Dans la réalité, les deux solutions sont choisies par l'entreprise, et l'alternative est partagée selon un équilibre déterminé par son conseil d'administration réuni après la publication des comptes annuels.

Le choix de l'une des solutions a sa conséquence sur la performance du titre de l'entreprise sur les marchés financiers :

- dans le premier cas les investisseurs au titre de l'actionariat n'obtiendraient pas en principe une performance immédiate des investissements de l'entreprise en actifs immobilisés – corporels dans l'éventualité d'acquisition de machines-outils, ou financiers dans celle où l'entreprise placerait ses excédents de trésorerie en valeurs mobilières pour dégager une rentabilité financière – ;
- dans le second cas, les investisseurs obtiendraient une rétribution immédiate par virement de liquidités au titre du dividende versé.

Dans l'une ou l'autre décision prise par les dirigeants, par observation historique, les issues de l'évolution du titre en bourse de l'entreprise concernée n'auraient pas le même cheminement :

- considérant l'option d'un réinvestissement par l'entreprise de ses disponibilités en immobilisations, le titre en bourse se valoriserait en principe dans l'année suivante – ou les années ultérieures – à un niveau plus élevé, considérant que les investissements de l'entreprise dégageraient ainsi des flux de trésorerie supplémentaires, et seraient profitables à l'appréciation du titre en bourse, mais il nécessiterait pour l'investisseur d'user de patience pour obtenir une rentabilité de son investissement par l'appréciation du titre ;
- en revanche, si l'on privilégie la distribution immédiate des flux de trésorerie excédentaires aux actionnaires sous forme de dividendes, alors le titre ne devrait pas se valoriser autant qu'il n'aurait pu l'être dans la première alternative.

Les valeurs boursières sont dites de « croissance » dans le cas d'un réinvestissement, par opposition, de « distribution » dans le cas d'allocation des disponibilités auprès des actionnaires au titre du dividende.

Dans les paragraphes à venir, nous développerons l'éventualité du second cas : réutilisation des flux excédentaires dégagés par l'entreprise dans le but principal d'agir sur la structure du passif, en considérant une sortie de liquidités de sa trésorerie (à l'actif, bien entendu !). Nous considérerons ainsi que cette trésorerie obtenue dans l'année antérieure ne sera pas réinvestie mais destinée à trois propositions :

- la distribution de liquidités au titre du dividende à l'attention des actionnaires,
- le rachat de titres par l'entreprise elle-même, autrement appelé « recapitalisation »,
- l'attribution aux actionnaires existants de nouveaux titres à dividende garanti et perpétuel.

Nous étudierons l'effet de ces décisions sur le cours du titre concerné, puis dans un dernier paragraphe leurs effets sur les ratios de performance financière tels que : bénéfice par action et PER (*Price Earning Ratio*).

Pour illustrer notre propos, considérons une entreprise qui détient 4 172 450 € dans sa trésorerie.

Le directeur financier de la structure a le choix entre les trois alternatives pour répartir ces disponibilités excédentaires.

On donne des chiffres sur la situation de l'entreprise :

- nombre de titres en circulation : 46 955,
- résultat net en fin d'année : 2 087 350 €,
- prix initial du titre : 450,50 €.

## POLITIQUE 1: LA DISTRIBUTION DE L'EXCÉDENT PAR RÉTRIBUTION DES ACTIONNAIRES EN LIQUIDITÉS

Dans la démarche, nous procéderons par étapes :

a. On calcule le dividende distribué par titres, et le prix de l'action avant et après détachement du dividende :

Le prix du titre de l'entreprise dans le procédé de redistribution des disponibilités auprès des actionnaires respecte la démarche suivante :

- immédiatement avant le détachement du dividende, le prix du titre est valorisé à 450,50 €. Sachant que cette entreprise a un excédent de trésorerie de 4 172 450 €, que 46 955 titres sont en circulation, on calcule le dividende par titre détenu à distribuer, soit  $4\,172\,450 / 46\,955 = 88,86$  € ;
- juste après le détachement du dividende, le prix du titre se dévalorise du montant du dividende unitaire distribué à chaque détenteur d'un titre, soit  $450,50 - 88,86 = 361,64$  €.

### Note

Il est justifié que le prix du titre chute du montant du dividende entre sa valorisation avant et après le détachement du dividende, estimant qu'un actionnaire qui voudrait céder son titre le jour même du règlement de ce dividende – n'y ayant pas encore été éligible – voudrait être dédommagé du montant qu'il ne pourrait obtenir, et auquel il pourrait prétendre.

Après détachement du dividende – considérant que sa fréquence de distribution est annuelle – il faudrait que tout investisseur qui acquière le titre action juste après le détachement du dividende attende une année pleine pour prétendre à cette rétribution : la valorisation du titre ne peut qu'en être amoindrie d'autant du montant du dividende distribué à l'instant considéré.

Cet effet est identique à celui observé pour le détachement des coupons d'une obligation, développé dans le chapitre sur la valorisation obligataire (voir page 40).

b. On calcule le Bénéfice Par Action (BPA) avant et après détachement du dividende :

Le BPA se calcule de la manière suivante : le résultat net de l'exercice divisé par le nombre de titres circulants. Ce ratio est un indicateur de performance du titre action, et se doit d'être comparé au même ratio d'entreprises évoluant dans un secteur d'activité identique. Un BPA élevé, ou en progression entre deux exercices est un indicateur de bonne performance financière de l'entreprise.

Dans le cas présent, le BPA est :  $2\,087\,350 / 46\,955 = 44,45$  €.

Considérant que le nombre de titres avant et après le détachement du dividende n'a pas varié, le BPA reste inchangé, dans le cas étudié, après la distribution du dividende.

c. On calcule le *Price Earning Ratio* (PER) avant et après détachement du dividende :

Le PER est un ratio qui a été évoqué dans le chapitre 2, relatif à la valorisation des fonds propres d'une entreprise, en particulier dans la méthode dite des « multiples ».

Le multiple du PER se calcule en considérant le prix du titre action, et en le divisant par son BPA. Le PER est un multiple qui identifie « combien de fois le prix du titre valorise les bénéfices de l'entreprise rapporté à une unité de titre ».

À l'identique du BPA, ou d'autres ratios vus dans des chapitres précédents, le PER doit être comparé à ses semblables d'industries du même secteur, pour en tirer des décisions stratégiques.

Dans le cas présent, on calcule le PER avant détachement du dividende :  $450,50 / 44,45 = 10,13$ .

Le PER peut également se calculer en considérant la capitalisation boursière globale de l'entreprise – soit le prix du titre multiplié par le nombre de titres, ou  $450,50 \times 46\,955 = 21\,153\,227,50$  € – que l'on divise par son résultat net, ainsi :  $21\,153\,227,50 / 2\,087\,350 = 10,13$ .

À la suite du détachement du dividende, le prix du titre a chuté du montant du dividende distribué : il est passé de 450,50 € à 361,64 €. Le PER se valorise ainsi :  $361,64 / 44,45 \text{ €} = 8,13$ .

## **POLITIQUE 2 : L'UTILISATION DE L'EXCÉDENT DE LIQUIDITÉS POUR RECAPITALISER LE PASSIF**

Certaines entreprises font le choix, à défaut de satisfaire un revenu immédiat aux actionnaires, d'utiliser leurs flux de trésorerie excédentaires pour racheter – ou réintégrer – des titres émis au public dans des opérations antérieures d'émissions sur les marchés, dans le but en principe de reprendre le contrôle sur les décisions stratégiques prises en son nom, et ainsi de redonner un pouvoir décisionnel plus important aux actionnaires dits fondateurs notamment.

Il se peut en effet que certains propriétaires historiques d'entreprises qui auraient procédé par le passé à un financement massif de leur actif par une ouverture incontrôlée de leur capital auprès de souscripteurs divers, de fait en situation de dilution de l'actionnariat, se verraient être mis en danger d'être minoritaires, et donc de perdre le contrôle décisionnel.

Il s'agira de procéder à une « recapitalisation », de « retirer de la circulation » des titres précédemment émis dans le but de financer des acquisitions d'actifs : le procédé inverse d'une « ouverture de capital » ou IPO (*Initial Public Offering*).

Ainsi, par la démarche similaire à la méthode précédente :

a. On estime le prix de l'action avant et après le rachat des titres :

Dans ce cas précis, les effets de l'utilisation des flux excédentaires dégagés par l'entreprise ne sont pas illustrés dans la variation du cours de l'action : les actionnaires ne sont en effet pas directement concernés par l'opération.

Le prix du titre reste ainsi inchangé à 450,50 € avant et après le rachat de titres par l'entreprise.

b. On calcule le Bénéfice Par Action (BPA) avant et après le rachat des titres :

Dans cette éventualité de réintégration de titres, ou de retrait de la cotation sur les marchés, le nombre de titres restant à la cotation verraient leur nombre réduit. Nous le calculons :

- nombre de titres avant opération de recapitalisation : 46 955, soit le montant donné dans l'hypothèse initiale ;
- nombre de titres après opération de recapitalisation : considérant un montant de disponibilités de 4 172 450 €, et une cotation du titre à 450,50 €, il est possible pour l'entreprise de réintégrer  $4\,172\,450 / 450,50 = 9\,261,8$  titres (pour souci de précision dans les calculs, on considère une décimale). Après opération de rachat, il reste 37 693,2 titres proposés à la cotation sur les marchés financiers (soit  $46\,955 - 9\,261,8$ ).

Le BPA avant l'opération de rachat est :  $2\,087\,350 / 46\,955 = 44,45$  €,

puis après l'opération de rachat :  $2\,087\,350 / 37\,693,2 = 55,38$  €.

Il est logique que le BPA s'apprécie entre les deux états de fait : le nombre de titres cotés sur les places financières diminuant, les revenus de l'entreprise proposés à un nombre plus restreint d'actionnaires augmentent unitairement par chaque détenteur de titres restants après l'opération.

c. On calcule le *Price Earning Ratio* (PER) avant et après le rachat des titres :

Nous l'avons vu, pour ce cas, le nombre de titres en circulation, après utilisation des disponibilités excédentaires, a diminué, mais pas le prix, qui lui est resté identique.

On calcule le PER avant l'opération de rachat :  $450,50 / 44,45 = 10,13$ ,

puis après l'opération de rachat :  $450,50 / 55,38 = 8,13$ .

### **POLITIQUE 3 : L'UTILISATION DE L'EXCÉDENT PAR DISTRIBUTION AUX ACTIONNAIRES DE TITRES À DIVIDENDE PERPÉTUEL**

Dans ce troisième choix, l'entreprise propose d'utiliser les excédents de trésorerie en procédant à l'émission de titres nouveaux selon les conditions définies : il est permis aux actionnaires existants de percevoir un dividende annuel par titre de 8 €. Cette distribution de dividende ne serait pas proposée ponctuellement sur une année, mais au titre des années suivantes également, sans pour autant déterminer une limite dans le temps.

L'entreprise procède ainsi à l'émission d'une action à dividende préférentiel « nouvelle » pour une ancienne – dite « historique » – détenue. La valeur nominale d'une action nouvellement émise est de 80 €.

On observera que cette opération aura pour effet mécanique de faire diminuer artificiellement le prix de l'action « historique » par le procédé de rétributions aux actionnaires existants, à la différence que leur revenu ne se matérialise pas par des liquidités immédiates mais par :

- d'une part un gain potentiel espéré pour chaque actionnaire par la revente ultérieure du titre nouvellement émis – à la valeur nominale de 80 €, qui pourrait s'apprécier dans l'avenir dans le meilleur des cas – ou le constat de 80 € de plus-value potentielle pour un titre « historique » détenu ;
- d'autre part, le versement à titre perpétuel d'un dividende annuel de 8 € pour un titre « nouveau » détenu, soit le constat d'un revenu annuel supplémentaire de 8 € par titre « historique », par voie de conséquence.

On déterminera ainsi dans les développements suivants le gain potentiel obtenu par un détenteur d'un titre dit « historique » considérant la perte de valeur de ce titre, mais en y ajoutant le montant de la plus-value estimée de la revente ultérieure des titres dits « nouveaux », également du montant des dividendes versés la première année par la détention de titres dits « nouveaux ».

Nous retiendrons pour l'exemple donné un PER de  $\times 10,13$ , multiple retenu avant toute opération de répartition des excédents de trésorerie (par ailleurs utilisé plus en haut).

On répond aux questions relatives à la troisième issue :

**a. On détermine le BPA après l'émission de l'action « préférentielle » :**

Le BPA avant émission de titres est celui calculé dans les deux exemples précédents, soit  $2\,087\,350 / 46\,955 = 44,45$  €.

Pour déterminer le BPA obtenu après émission de nouveaux titres, on soustrait 8 € – le dividende pour un « nouveau » titre – au BPA avant opération, pour ainsi obtenir le nouveau BPA après opération de souscription :  $44,45 - 8 = 36,45$  €.

**b.** Considérant un PER constant d'un multiple  $\times 10,13$ , on calcule le prix d'une action « historique » après l'opération :

À ce BPA après opération on le multiplie par le PER connu, soit  $\times 10,13$ :  $36,45 \times 10,13$ , et on trouve l'estimation du prix d'une action historique après l'opération de souscription: 369,24 €.

L'effet de la souscription a mécaniquement fait chuter le cours du titre « historique » de 18 %; le souscripteur des nouveaux titres est-il pour autant perdant ?

**c.** On estime le gain potentiel global obtenu par les actionnaires « historiques » après l'opération :

Au prix unitaire du titre estimé de l'action « historique » de 369,24 € après opération de souscription, on se doit d'ajouter le gain potentiel estimé par l'attribution du nouveau titre par l'entreprise pour une valeur de 80 €:  $369,24 + 80$ , soit 449,24 € par titre.

Le souscripteur aura finalement réalisé une perte latente de 0,3 % sur la valorisation de cours du titre « historique »: l'opération sera a priori considérée comme neutre pour l'actionnaire qui aura souscrit à des actions nouvelles à dividende préférentiel et perpétuel, à la différence que l'on ajoute les 8 € de dividendes distribués dans l'année, qui a pour effet de réaliser en réalité un rendement global annuel du capital investi de 1,5 %.

Quel serait ainsi l'intérêt pour un actionnaire à souscrire aux titres nouveaux proposés par l'entreprise, même si le gain immédiat semble sensiblement neutre ? Tout simplement pour la raison que ce dernier se voit proposer un revenu déterminé à l'avance, fixe, sur une très longue durée, et en principe garanti, à moins que l'entreprise ne respecte pas ses obligations sur le long terme...

**d.** On estime le coût de l'opération pour l'entreprise :

Considérant :

- le nombre de titres dits « historiques » circulant sur le marché, soit 46955,
- le coût de l'émission d'un titre « nouveau » au prix de 80 €,
- le versement du dividende annuel de 8 € l'année en cours ;

on calcule le coût global de l'opération de l'entreprise sur l'année :

$$46\,955 \times (80 + 8) = 4\,132\,040 \text{ €}.$$

Pour rappel, le montant des disponibilités détenues par l'entreprise est 4 172 450 €, ce qui lui permet de distribuer la majeure partie de son excédent de trésorerie, cependant en gardant un surplus de 40 410 €, ce qui représente moins de 1 % de cette somme.

Quel serait l'avantage pour l'entreprise ? On peut formuler l'hypothèse, par le procédé de faire baisser subitement le cours de son titre action, qu'il soit considéré comme « attractif » pour de potentiels investisseurs qui à l'habitude suivent

le cours du titre de l'entreprise, mais également de fidéliser et de stabiliser la composante de son actionnariat en proposant un revenu annuel régulier et dont le montant est déterminé à l'avance.

Un élément de risque se doit d'être considéré par l'entreprise : l'obligation de prévoir des flux de trésorerie suffisants pour satisfaire à son obligation de verser des dividendes, et cela chaque année, pour une durée indéterminée ! Dans le cas présent, l'entreprise devra prévoir un montant annuel global à verser à ses actionnaires de  $46\,955 \text{ titres} \times 8 \text{ €} = 375\,640 \text{ €}$ .

## L'EFFET DES TROIS POLITIQUES SUR LES RATIOS DE PERFORMANCE FINANCIÈRE

On peut établir un récapitulatif des trois politiques qui ont été développées, et ainsi présenter leur impact – avant et après les décisions de distributions / rachats – sur le prix du titre, le BPA, et le PER, par l'illustration du tableau :

	Cas 1 : dividendes aux actionnaires		Cas 2 : recapitalisation		Cas 3 : émission de titres nouveaux	
	Avant opération	Après opération	Avant opération	Après opération	Avant opération	Après opération
<b>Nombre de titres existants</b>	46 955	46 955	46 955	37 693,2	46 955	46 955
<b>Cours du titre (€)</b>	450,50	361,64	450,50	450,50	450,50	369,24
<b>Bénéfice Par Actions – BPA (€)</b>	44,45	44,45	44,45	55,38	44,45	36,45
<b>Price Earning Ratio – PER</b>	10,13	8,13	10,13	8,13	10,13	10,13

Il en reste que les trois politiques qui ont été développées dans ce chapitre n'ont pas les mêmes effets sur la stratégie de distribution des excédents de trésorerie de l'entreprise et concilie des éléments propres à sa stratégie de développement et de gouvernance, également de ses perspectives de contexte relationnel au regard des actionnaires.