



# Actualité de la finance d'entreprise

## Vernimmen 2018

24 janvier 2018

# Au menu

1. Taux bas, coût du capital et investissements
2. La tentation des trésoriers
3. Investissement et dividendes
4. Le Vernimmen 2018
5. Structure de groupe et structure financière
6. Se diversifier ou pas - et à quel niveau du groupe ?

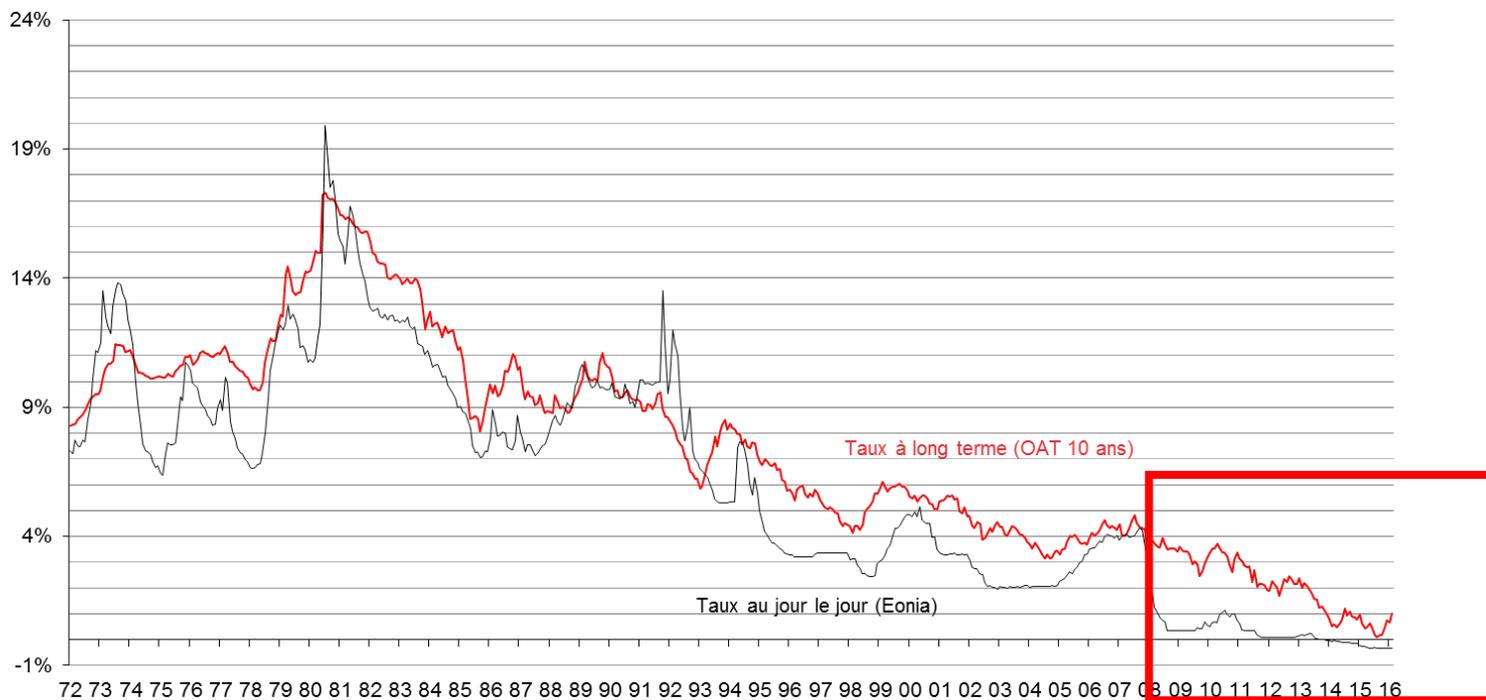
- Ce document est disponible sous [www.vernimmen.net](http://www.vernimmen.net)

1 - Taux bas, coût du capital et investissement

# Evolution du coût du capital

- Le taux sans risque (OAT 10 ans) est depuis 2008 passé de 4,8% à 0,6%

Evolution des taux d'intérêt français



Source: Factset.

# Evolution du coût du capital

- Le taux sans risque (OAT 10 ans) est depuis 2008 passé de 4,8% à 0,6% et il est peu probable qu'il augmente de beaucoup les prochaines années
  - Abondance de capitaux
    - Epargne des 45-64 ans
    - Allongement de l'espérance de vie
    - Eloignement de l'âge de la retraite
    - Doutes récurrents sur la pérennité des régimes par répartition
  - Faible inflation
    - Anticipation de moins de 2% en 2021
    - Prix de l'énergie bas (nouvelles réserves, pétrole de schiste)
    - Depuis 26 ans, en France l'inflation est inférieure à 3%

# Evolution du coût du capital

- Une moindre consommation de capitaux

## Capitalisations boursières aux Etats-Unis, hors sociétés financières

2008		2017		
1	Exxon Mobil	293 Md\$	Apple	756 Md\$
2	General Electric	172 Md\$	Alphabet	660 Md\$
3	Microsoft	155 Md\$	Microsoft	540 Md\$
4	Walmart	143 Md\$	Amazon	474 Md\$
5	Chevron	128 Md\$	Facebook	441 Md\$

Source : Facset

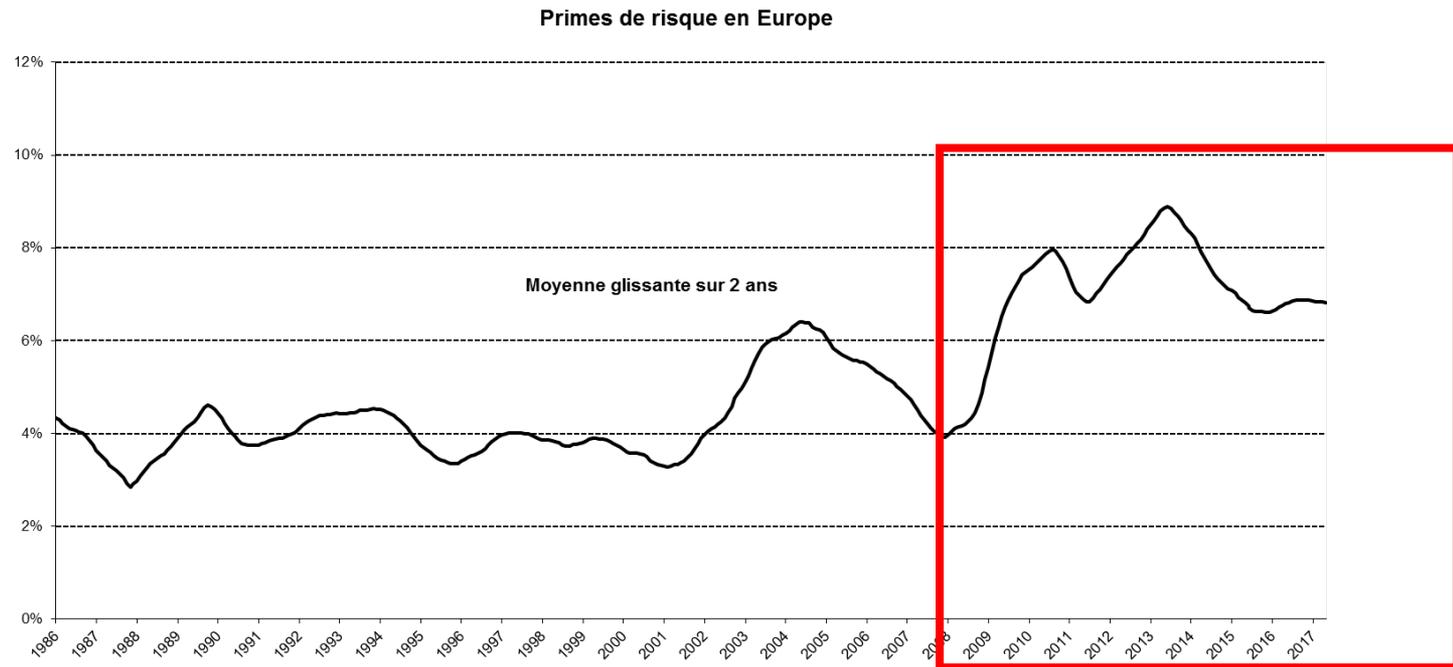
## Capitalisations boursières en France, hors sociétés financières

2008		2017		
1	Total	123 Md€	LVMH	117 Md€
2	EDF	106 Md€	Total	111 Md€
3	ArcelorMittal	74 Md€	Sanofi	109 Md€
4	Engie	59 Md€	L'Oréal	106 Md€
5	Sanofi-Aventis	53 Md€	Hermès	47 Md€

Source : Facset

# Evolution du coût du capital

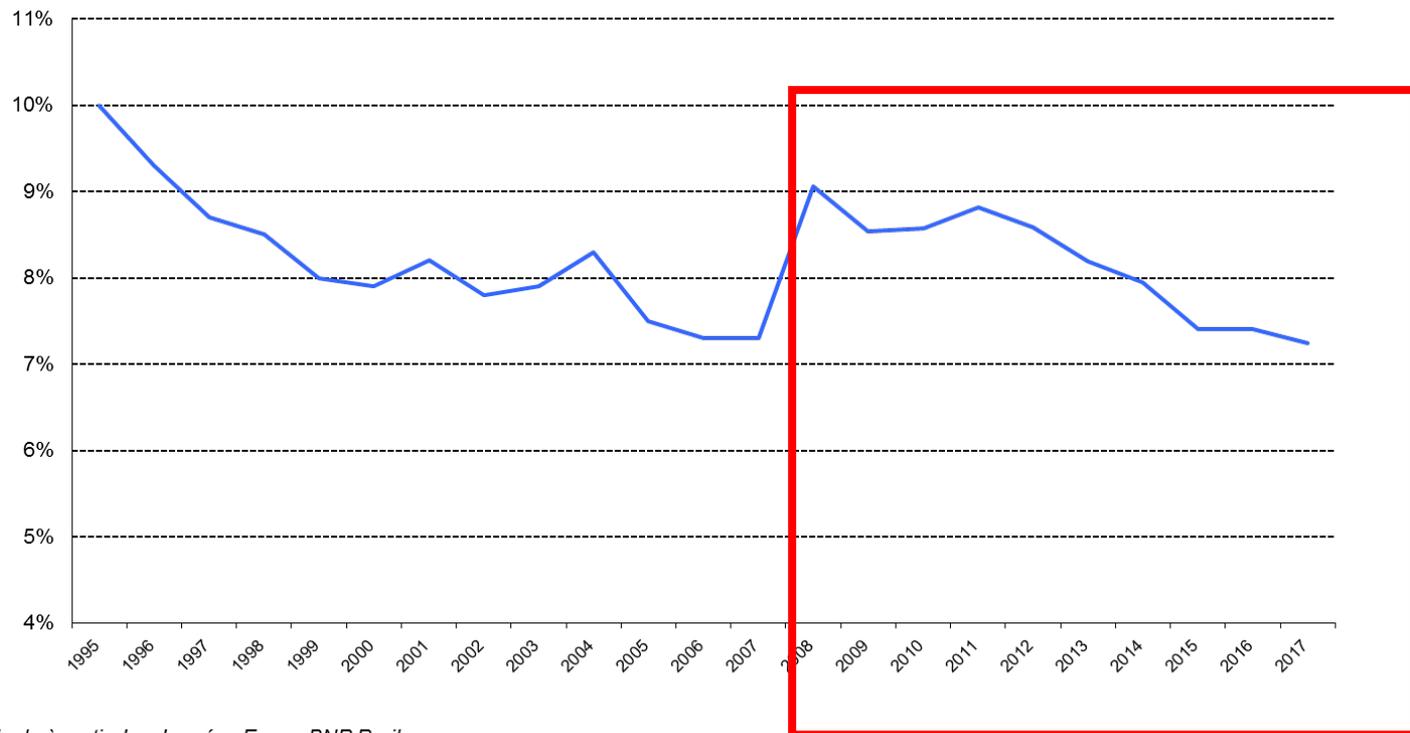
- ... mais la prime de risque est historiquement élevée



# Evolution du coût du capital

- Le coût du capital des grands groupes a baissé de 9 à 7 % en moins de 10 ans

Coût du capital des grands groupes européens cotés (Eurostoxx600)



Source : Calculs à partir des données Exane BNP Paribas.

# Un coût du capital trop élevé?

- Les groupes sont réticents à retenir ces niveaux
- Moyenne des taux retenus : 8 - 9 %
- Pourquoi?
  - Crainte d'inciter les opérationnels à revoir à la baisse leurs ambitions
  - Crainte de devoir déprécier des goodwills lorsque les taux remonteront
  - Inertie
- Effet : peut être un niveau sous-optimum d'investissements !

## 2 - La tentation des trésoriers

# La tentation du trésorier

- Pas de risque

- Compte courant
- Sicav monétaires

- Conserver le traitement comptable cash & cash equivalents



- €€€€€€€€

- Placements en devises
- Obligations
- Actions
- Hedge funds
  
- Trouver du rendement positif

# La tentation du trésorier

- Une attitude sage
  - Des taux de placement encore nuls (ou marginalement positifs) pour les PME
  - Le garde fou des IFRS
  - Le souvenir de 2008
  - L'acceptation générale des taux négatifs
- Les autres choix
  - Rembourser sa dette (pas d'impact endettement net)
  - Racheter ses actions (choix de structure financière)
  - Quelle liquidité minimum?

# 3 - Investissement et dividendes, la grande méprise

# Investissement et dividendes : 3 rappels

## **1<sup>er</sup> rappel**

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

# Investissement et dividendes : 3 rappels

## **Second rappel**

L'investissement n'est pas un devoir patriotique. On investit parce que l'on pense qu'il y a une demande et que l'on pourra couvrir le coût des capitaux mobilisés pour réaliser les investissements nécessaires.

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.

# Investissement et dividendes : 3 rappels

## Troisième rappel

En Europe, l'investissement prend de moins en moins la forme traditionnelle d'achats d'immobilisations corporelles

*Qui a envie de construire de nouvelles autoroutes ? Ou des EPR ?*

Et de plus en plus la forme de l'immatériel qui passe en compte de résultat : salaires dans les start-ups.

Le développement de l'économie du partage (voiture) renforce cette tendance.

# Investissement et dividendes : un sophisme

Verser plus de dividendes, c'est réduire d'autant les investissements

ou

Si on versait moins de dividendes, on pourrait investir plus

# Investissement et dividendes : un sophisme

Comme tout sophisme, il paraît vrai à prime abord

En effet à l'instant  $t$ , au niveau d'une firme, 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 relatif constant, et à périmètre d'activités constant, et sans augmentation de capital.

# Investissement et dividendes : un sophisme

Comme tout sophisme, il paraît vrai à prime abord

En effet à l'instant  $t$ , au niveau d'une firme, 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 relatif constant, et à périmètre d'activités constant, et sans augmentation de capital.

Cette vérité microéconomique à l'instant  $t$  est fausse au niveau macroéconomique.

# Investissement et dividendes : un sophisme

En effet, on oublie alors :

**Premièrement** que ce ne sont pas systématiquement les mêmes groupes qui versent des dividendes et ceux qui font des investissements.

Un double exemple emblématique aux Etats-Unis :

	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

# Investissement et dividendes : un sophisme

En effet, on oublie alors :

**Premièrement** que ce ne sont pas systématiquement les mêmes groupes qui versent des dividendes et ceux qui font des investissements.

Un double exemple emblématique aux Etats-Unis :

	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

	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

# Investissement et dividendes : un sophisme

Et en France, au sein du CAC 40 hors financières, de 2005 à 2016 :

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.

A 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.

# Investissement et dividendes : un sophisme

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 en 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 devenu un très gros payeur de dividendes/rachats d'actions.

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

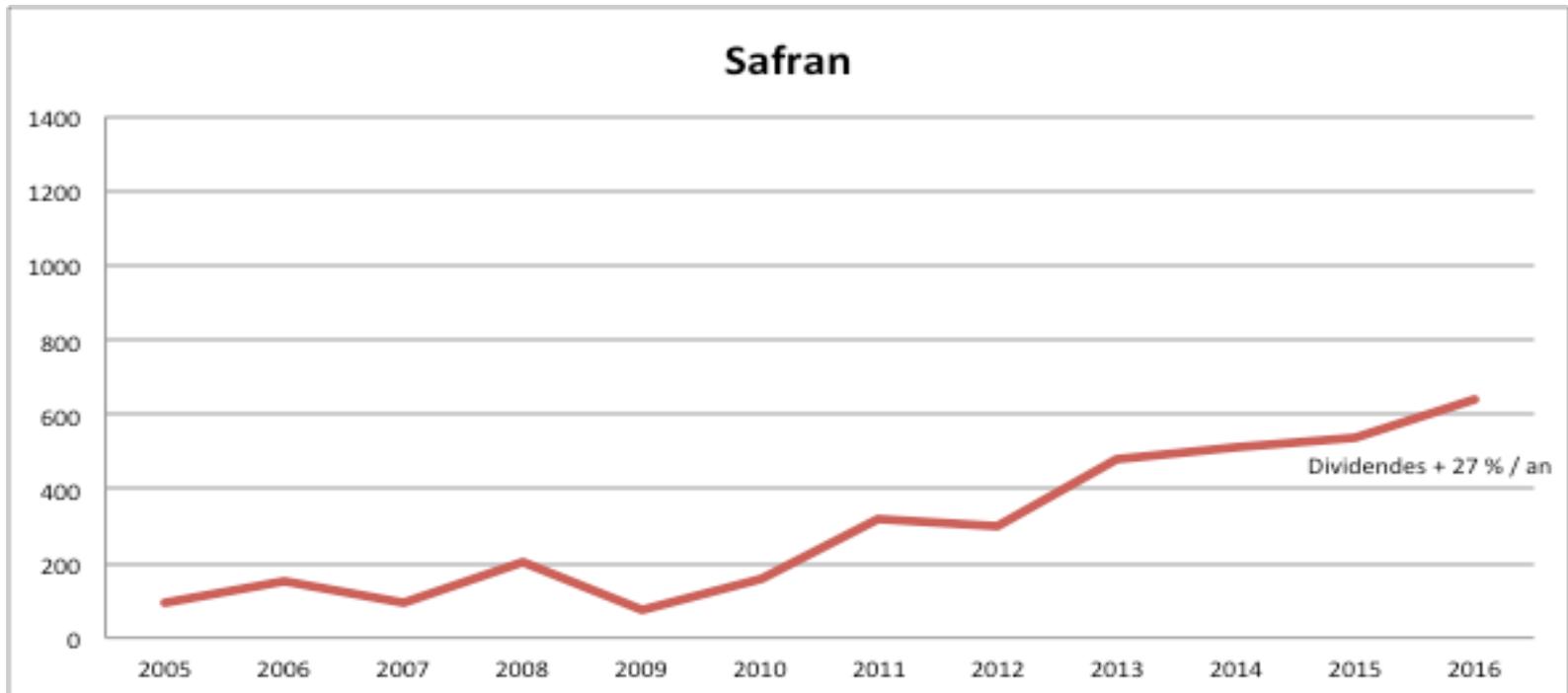
# Investissement et dividendes : un sophisme

**Deuxièmement**, 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

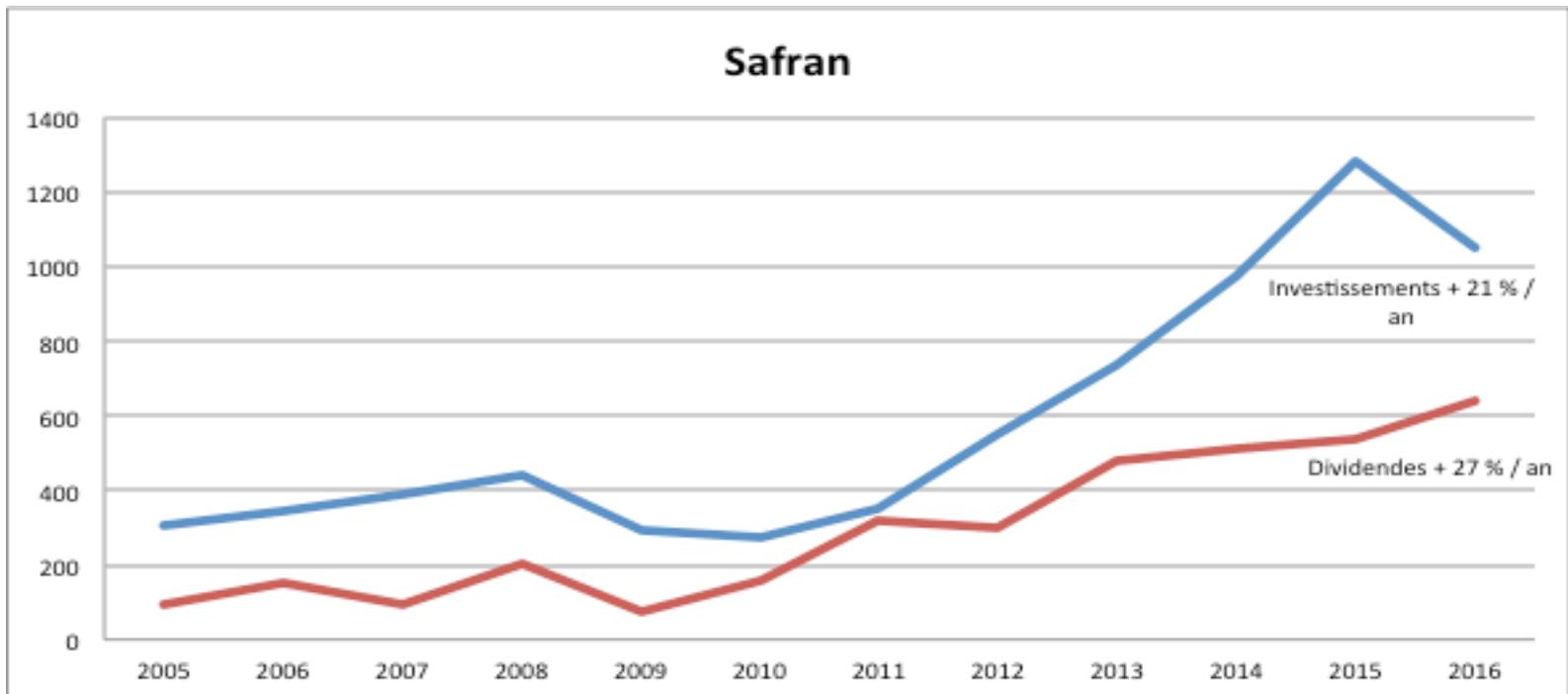
# Investissement et dividendes : un sophisme

**Deuxièmement**, on oublie le temps et la dynamique des flux au sein de l'entreprise



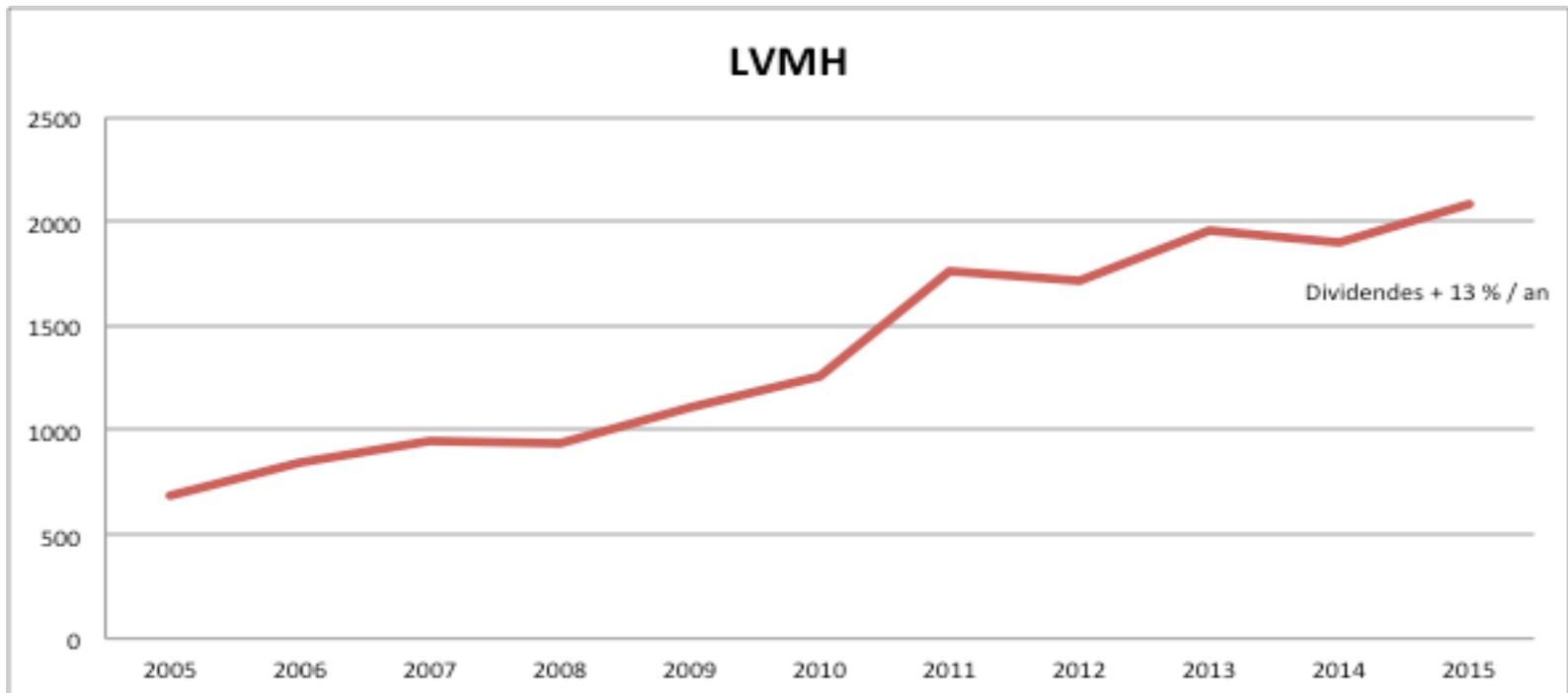
# Investissement et dividendes : un sophisme

**Deuxièmement**, on oublie le temps et la dynamique des flux au sein de l'entreprise



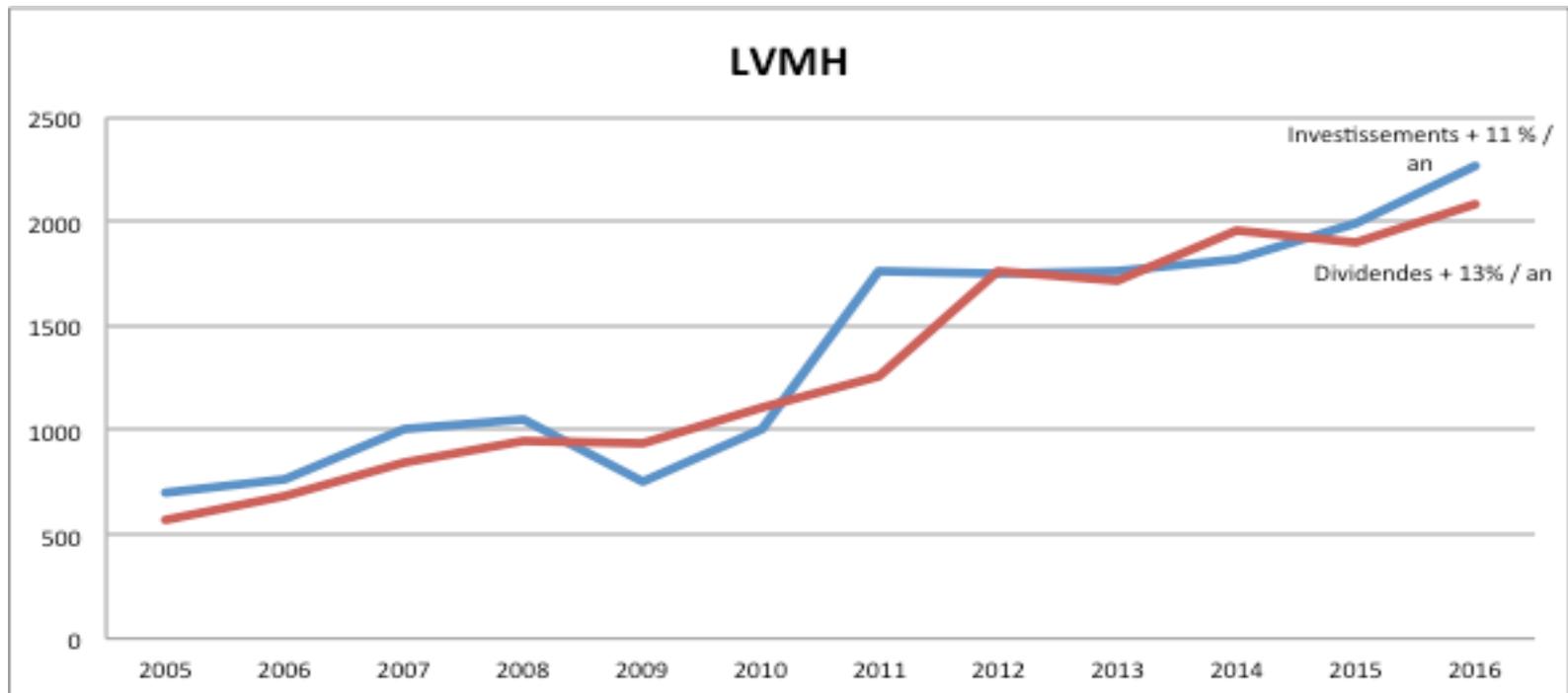
# Investissement et dividendes : un sophisme

**Deuxièmement**, on oublie le temps et la dynamique des flux au sein de l'entreprise. Un second exemple.



# Investissement et dividendes : un sophisme

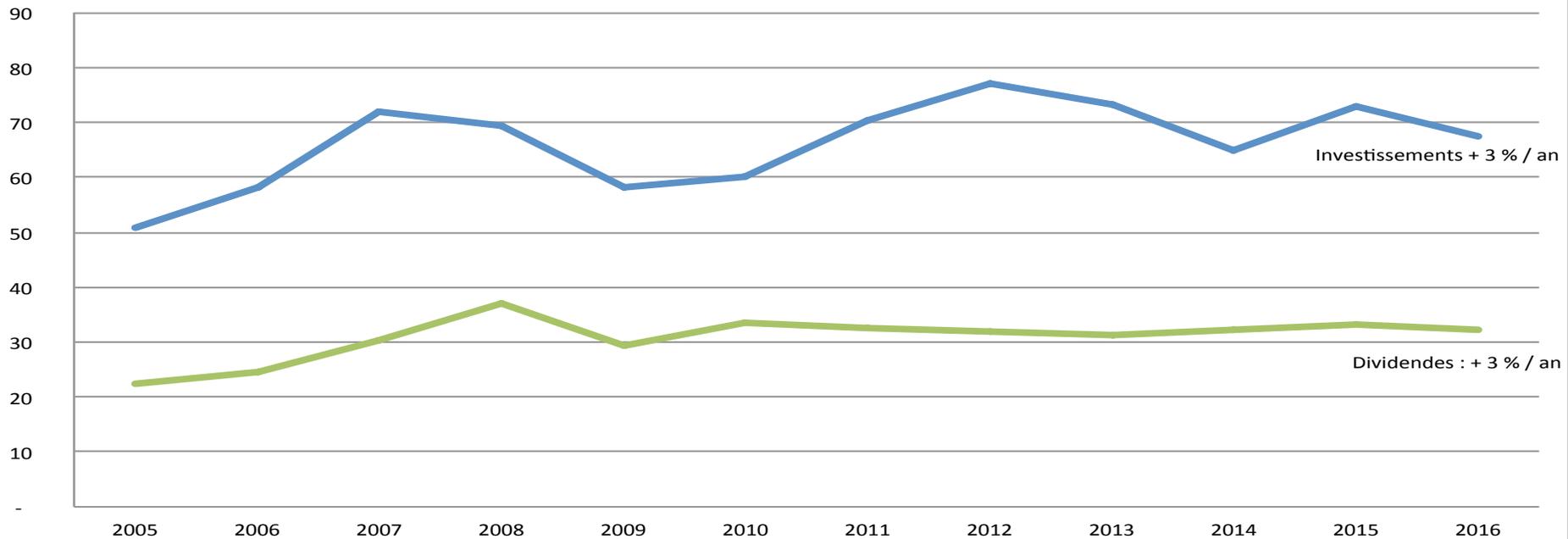
**Deuxièmement**, on oublie le temps et la dynamique des flux au sein de l'entreprise. Un second exemple.



# Investissement et dividendes : un sophisme

**Deuxièmement**, on oublie le temps et la dynamique des flux au sein de l'entreprise. Pour l'ensemble du CAC 40, hors financières :

**Investissements et dividendes en Md€, CAC 40 hors financières**

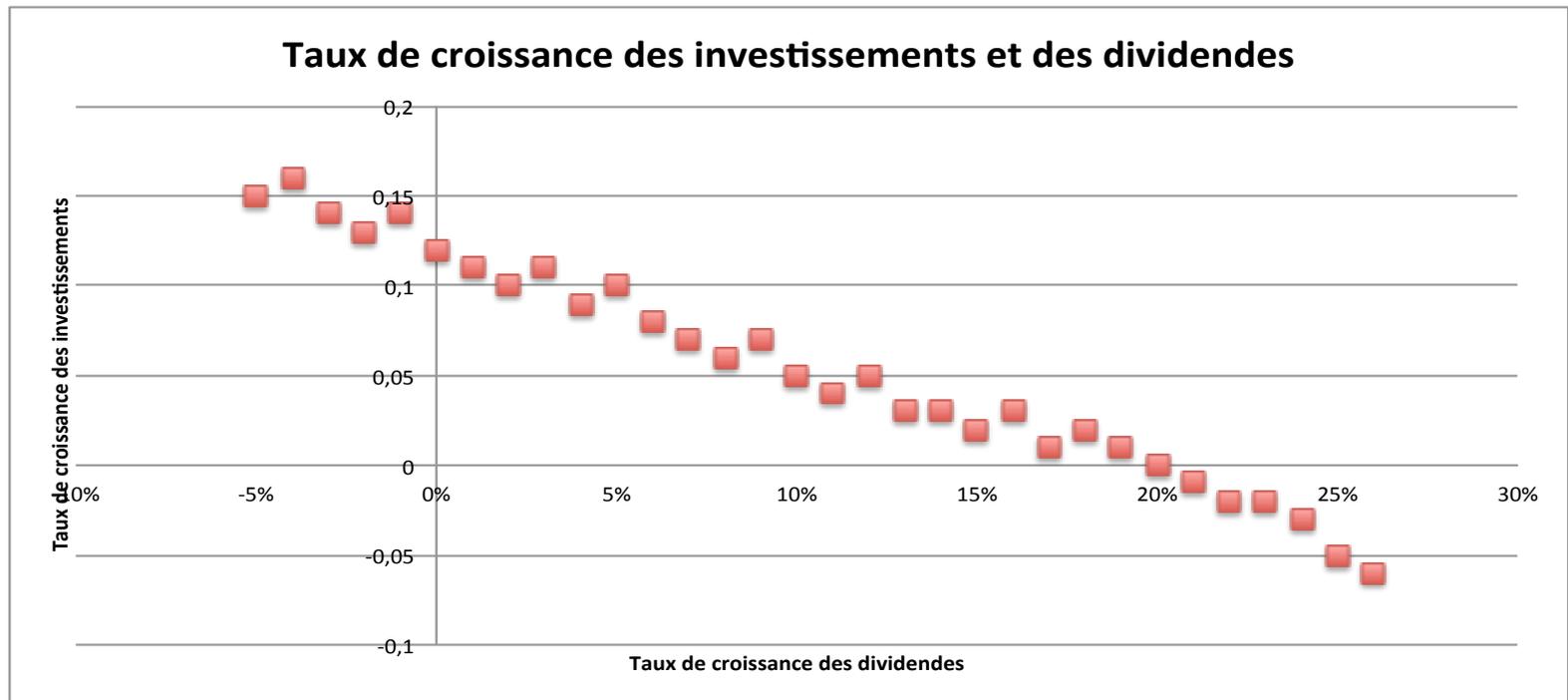


# Investissement et dividendes : un sophisme

Si verser plus de dividendes conduisait à moins investir, on devrait observer au cours du temps un graphique de ce style :

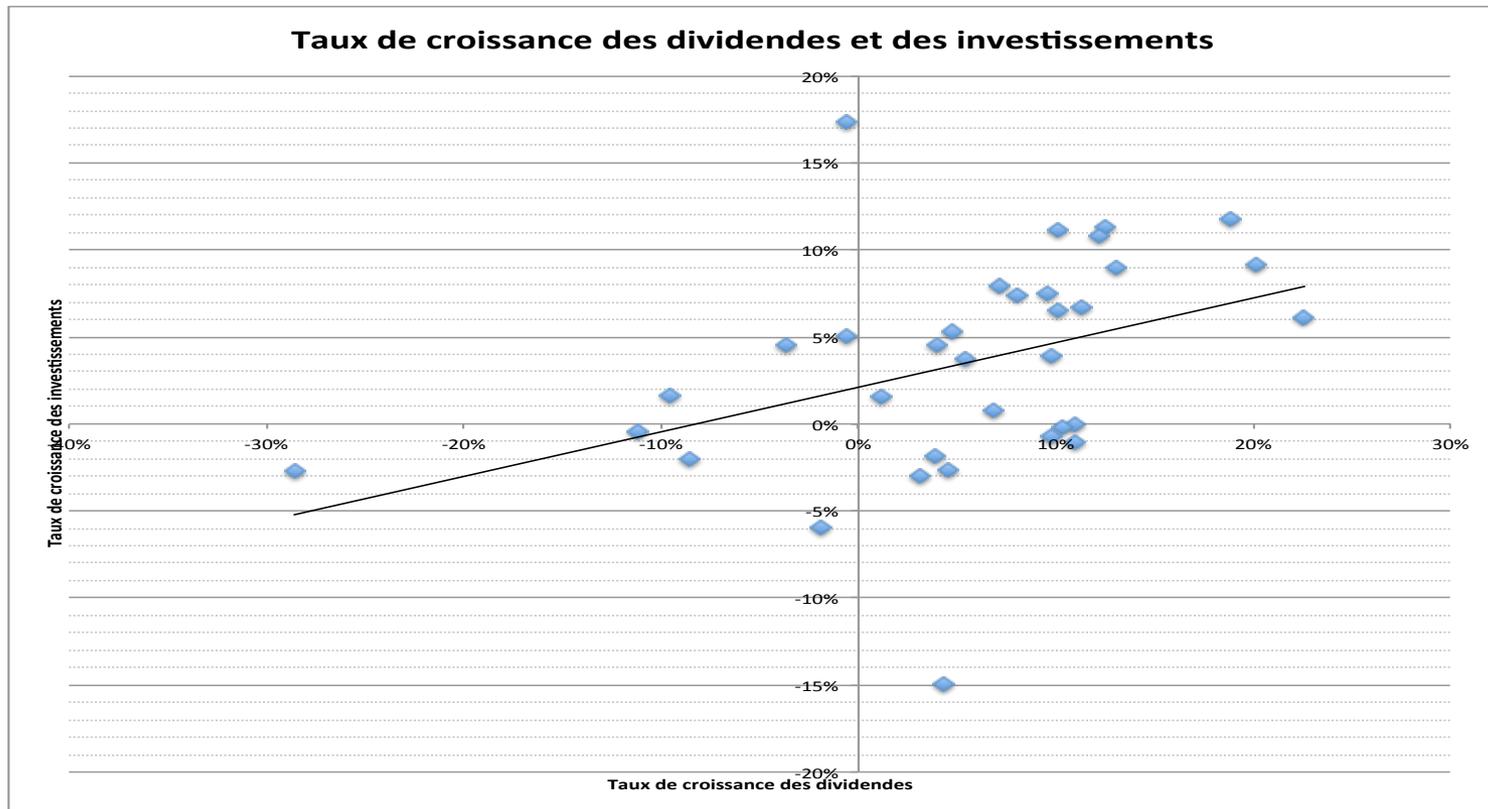
# Investissement et dividendes : un sophisme

Si verser plus de dividendes conduisait à moins investir, on devrait observer au cours du temps un graphique de ce style :



# Investissement et dividendes : un sophisme

Or le graphique que l'on observe sur le CAC 40, hors financières, entre 2005 et 2016, est le suivant :



# 4- Le Vernimmen 2018

# Le Vernimmen 2018

Un nouveau chapitre consacré à l'organisation financière des groupes :

- Faut-il être coté ?
- Faire coter ses filiales ?
- Être soi-même minoritaire ?
- Avoir des minoritaires ou contrôler 100 % de ses filiales ? Être diversifié ?
- Où faut-il localiser la dette nette du groupe ?
- Quelles entités faut-il endetter ?
- Comment organiser le groupe en interne : avec des holdings géographiques ou métiers ?

# Le Vernimmen 2018

- 1200 pages à jour des dispositions fiscales, comptables, boursières, juridiques et de la recherche académique
- Plus de 100 tableaux ou graphiques de données financières
- Entrent dans le Vernimmen 2018 : BV et NV, contrat à terme contingent, Euronext Access et Euronext Growth, *Fintech*, frais de siège, *instant payment*, licorne, poney et centaure, micro-entrepreneur, minibon, OCABSA, ORNAE, prix de transfert, *put up or shut up*, séries A, B et C, société de moyens, subordination structurelle , etc.
- Une version papier, une version pour iPad et une version en streaming ([www.vernimmeneenligne.net](http://www.vernimmeneenligne.net)) avec les podcasts de nos MOOC ou cours à HEC.

5 - Se diversifier ou pas - et à quel niveau du groupe ?

# Etre diversifié ou pas

- Economie d'endettement versus économie de marché
- Actionnaires versus créanciers
  
- Défier la logique financière
  - Bouygues
  - Berkshire Hathaway
  
- S'y plier
  - Scission (Accor)
  - Cession (L'Oréal/The Body Shop)
  - Carve-out (Mercialys)

# A quel niveau du groupe ?

- Pour les entreprises familiales
  - Actionnaires (holding)
    - Dassault, Mulliez, Pinault
  - Société opérationnelle
    - Bouygues, Lagardère

# 6- Structure de groupe et structure financière

# Structure de groupe et structure financière

- Où localiser la dette
- Financement externe versus financement interne
- Un impératif : remonter le cash

# Structure de groupe et structure financière

## Critères de choix

- Fiscalité
  - Taux nationaux
  - Règles de sous-capitalisation
  - Existence de déficits
- Contraintes légales / réglementaires
  - Contrôle des changes, taxes
  - Brésil
  - Chine
- Géographie des actifs
  - Prêt sur actifs

# Structure de groupe et structure financière

## Critères de choix

- Motivation du management
- Existence d'actionnaires minoritaires

# Structure de groupe et structure financière

Grands groupes bien notés financés par émissions obligataires de la maison mère

versus

PME et groupes endettés financés par des emprunts bancaires assis sur les actifs des filiales qui peuvent supporter de la dette

# Structure de groupe et structure financière

- Grands groupes
  - Emissions obligataires et CP relayés dans le groupe par des prêts intragroupes
  - Dette externe dans des cas spécifiques : certains pays, dette ring fenced
- PME
  - Financement des filiales complété par des financements au niveau des holding (problématique de subordination structurelle)
  - Activités ne pouvant pas supporter de la dette externe financées par prêts intra-groupe ou garantie de la maison mère

Des questions ?



**PIERRE VERNIMMEN**  
**FINANCE** PASCAL QUIRY  
**D'ENTREPRISE** YANN LE FUR  
**2018**

WWW.VERNIMMEN.NET

DA|LOZ

Merci de votre attention



**PIERRE VERNIMMEN**  
**FINANCE** PASCAL QUIRY  
**D'ENTREPRISE** YANN LE FUR  
**2018**

WWW.VERNIMMEN.NET

DA|LOZ