

LE COMMENTAIRE D'AUGUSTIN LANDIER ET DAVID THESMAR

Priver les actionnaires de dividende... pour faire leur bien

Sans relâche, Nicolas Sarkozy moralise le capitalisme financier. Dans son discours de Vesoul, le président a imposé de nouvelles conditions aux banques qui emprunteront à l'Etat. Leurs actionnaires devront se serrer la ceinture : peu de dividendes, pas de rachat d'actions. Cette mise en demeure semble répondre à une exigence politique. Par souci d'équité, les actionnaires doivent faire des efforts alors que le pays s'enfonce dans une récession que les travailleurs vont payer au prix fort.

Cette interprétation est trompeuse, car ce n'est en général pas en versant des dividendes qu'on enrichit les actionnaires. Prenons le cas d'une action valant, le lundi, 15 euros. Cette action donne droit à celui qui la détient le lundi soir à un dividende voté de 3 euros. Le mardi matin, la valeur de l'action, désormais privée du dividende de la veille, aura alors chuté à 12 euros. Que le dividende soit versé ou qu'il reste sur les comptes de l'entreprise n'a aucun impact sur la richesse de l'actionnaire : le lundi matin, il aura toujours 15 euros. Si l'on prend la fiscalité en compte, suspendre les dividendes aboutit même à une réduction des impôts payés par les actionnaires ! En effet, les dividendes sont le plus souvent plus imposés que les plus-values. De plus, ces dernières risquent d'être, cette année, non taxées, car négatives. Bref, empêcher les entreprises de verser des dividendes, c'est leur substituer d'ordinaire un montant égal ou supérieur de plus-values, revenant en définitive à leurs propriétaires.

Cependant, cette neutralité des dividendes cesse quand l'entreprise est en difficulté financière. Dans ce cas, les 3 euros qui restent sur les comptes de la firme ont une grande probabilité d'être absorbés par les

créanciers. C'est dans cette logique de partage efficace de la valeur entre créanciers et actionnaires qu'il faut interpréter les déclarations présidentielles. L'Etat est créancier des banques, et en tant que tel, cherche à protéger ses investissements. Dans la pratique financière, il est très fréquent que les banques assortissent leurs prêts de clauses supplémentaires, dites « covenants ». Ces clauses permettent au créancier de se prémunir contre les comportements opportunistes du débiteur. Un comportement classique est celui du « bait and switch », où le débiteur fait verser soudainement un large dividende aux actionnaires, poussant l'entreprise à la banqueroute et laissant l'ardoise aux créanciers. Pour l'éviter, les créanciers limitent contractuellement les versements

En interdisant les dividendes, l'Etat créancier enrichit paradoxalement les actionnaires.

de dividendes, jusqu'à ce que la dette soit remboursée. De ce point de vue, l'Etat français se comporte comme un créancier classique qui prête à une entreprise en difficulté. Est-ce à dire que l'injonction présidentielle nuit aux actionnaires ? Non, car, sans restriction sur les dividendes, l'Etat prendrait un risque et devrait donc demander un taux d'intérêt plus élevé, ce qui viendrait réduire la part des actionnaires. En interdisant les dividendes, l'Etat créancier enrichit paradoxalement les actionnaires.

En réalité, les dividendes appauvrissent souvent les actionnaires. Il n'est pas rare de voir des entreprises emprunter à des taux élevés et verser des dividendes, combinaison économiquement absurde et apparemment

contraire à l'intérêt des actionnaires. La raison de ce comportement est que, si la direction proposait de réduire le dividende, les opérateurs de marché y verraient du pessimisme, et le cours plongerait. Dans le contexte actuel, cette logique est délétère car elle force de nombreuses entreprises à distribuer des dividendes pour éviter d'inquiéter le marché, au risque de déstabiliser leur santé financière. Dès lors, l'intervention des politiques encourageant à la modération des dividendes en 2009 brise ce code tacite, et revient à protéger les investisseurs contre eux-mêmes. Obéissant aux injonctions présidentielles, les banques pourront réduire leurs dividendes sans être punies par le marché. Forcée et non délibérée, cette suspension ne sera pas interprétée comme un

symptôme de pessimisme. On pourrait même suggérer au gouvernement d'aller un cran plus loin en obligeant les banques à accélérer leur recapitalisation en émettant des actions. Les augmentations de capital font en effet l'objet du même stigmate que les suspensions de dividendes et sont donc évitées autant que possible par les entreprises. Mais, là aussi, si elles y sont contraintes, le marché n'y verra pas un motif de s'inquiéter de la santé de l'entreprise.

Augustin Landier est professeur assistant à l'université de New York (NYU Stern). David Thesmar est professeur associé à HEC et directeur scientifique du BNP Paribas Hedge Fund Center.