

La règle des trois tiers (1)

François Meunier, président du Comité scientifique de la DFCG

Le président Sarkozy n'est ni un idéologue, ni un dogmatique. Il prend toute idée qui lui paraît bonne pour l'occasion, quitte à en changer quand l'occasion change. La dernière à lui être apportée l'a été, dit-on, par un « visiteur du soir », en la personne de Serge Dassault. Il s'agit de la « règle des trois tiers ». Écoutons le président, lors de son émission télévisée du 5 février :

« On peut même avoir une idée à titre personnel. Je ne veux pas que ce soit la fin d'une discussion que je vais ouvrir. Moi cela fait bien longtemps, à titre indicatif, je ne dis pas du tout que c'est la règle que je demanderai parce qu'il faut que [les partenaires sociaux] discutent entre eux, mais cela fait bien longtemps que je pense que la règle des trois tiers est une bonne règle (...) Sur 100 de bénéfice, il devrait y en avoir 33 qui reviennent au salarié, 33 qui vont directement dans la poche de l'actionnaire et 33 qui servent à être réinvestis dans l'entreprise parce qu'une entreprise, cela doit investir pour continuer à être compétitif. »

Le pense-t-il depuis si longtemps ? On l'ignore. En tout cas, reconnaissons à M. Dassault de mettre strictement sa recommandation en pratique dans son entreprise, du moins s'agissant du premier tiers, celui qui va aux salariés (les accords de participation de Dassault SA circulent sur Internet).

Avant d'aborder ce tiers important, qui a justifié l'intervention du président, voyons dans un premier post ce qu'il en est des deux autres tiers, l'un allant en dividendes pour l'actionnaire, l'autre étant de l'autofinancement, du « profit retenu » comme disent les Anglais. Pourquoi faudrait-il cette parité entre dividende versé et profit non distribué ? Elle est très loin d'être observée dans les faits, le comportement de distribution de dividendes obéissant à de multiples facteurs (il faut pour bien mener la discussion inclure dans les distributions de dividendes les rachats d'action qui ont le même effet du point de vue de l'actionnaire – si on oublie les différences de traitement fiscal). Appliquée strictement, cette règle serait absurde : une jeune entreprise a de forts besoins d'investissement et ne distribue pas de dividendes ; au contraire, elle fait appel à ses actionnaires pour sa croissance. Une entreprise dans un marché mûr a souvent une rentabilité qui excède ses besoins d'investissement et paie alors un fort dividende.

Cette dynamique s'accompagne d'un résultat général : on montre qu'il est à peu près neutre pour un actionnaire que le profit lui soit versé de façon immédiate ou réinvesti dans l'affaire : la valeur de l'entreprise, c'est-à-dire de ses actifs économiques, reste inchangée, à effet fiscal près. Ce qui change, c'est le degré d'endettement qu'il a fallu que l'entreprise prenne en plus pour financer le versement de dividendes. Si l'actionnaire a besoin de cash quand il a choisi de laisser le profit dans l'entreprise, il lui suffit de vendre le montant nécessaire d'actions.

Pour se placer du point de vue de l'entreprise, supposons qu'elle a un projet d'investissement de 100 et un profit de 100. Il est identique pour elle : a) de distribuer 100 sous forme de dividende et de lever juste après le même montant auprès de ses actionnaires pour payer son investissement ; ou b) de ne rien verser et de financer

l'investissement par l'autofinancement. Le choix d'un mode ou d'un autre de financement ne tient qu'à l'équilibre qu'elle retient entre fonds propres et dettes. Si par exemple elle juge qu'elle n'est pas assez endettée, elle pourra distribuer les 100 de dividendes et lever une dette de 100 pour ses besoins de financement. Dans le cas inverse, elle optera pour une rétention du profit. L'ouverture des marchés financiers et leur profondeur croissante pour le financement des entreprises a progressivement rendu assez neutre ce choix qui n'est in fine qu'une décision sur la structure du bilan.

Quand les gouvernements se sont mêlés de jouer sur la proportion cash retenu / cash versé, ils l'ont fait sans aucune logique. On se rappelle les années 80 où le gouvernement français avait introduit un taux d'IS différencié selon que le profit était retenu ou versé, bien entendu au détriment des dividendes, la rhétorique très française, que reprend le président Sarkozy, étant : rétention des dividendes = investissement ; et versement des dividendes = enrichissement personnel des actionnaires ! Au même moment, la sage Allemagne avait une fiscalité qui favorisait au contraire la distribution de dividendes au détriment de l'autofinancement, ceci au motif d'aider à capitaliser les sociétés allemandes en attirant les actionnaires par des dividendes importants. Allez comprendre ! Il est heureux que l'un et l'autre aient maintenant supprimé ces distorsions sans plus se soucier de régenter la bonne politique de dividendes.

Si on devait porter un jugement de financier sur cette question, il serait préférable, quand les marchés de capitaux sont liquides, et à nouveau pour des entreprises ayant une certaine maturité ou taille, de favoriser la distribution de dividendes : cela oblige le management à soumettre ses projets d'investissement à l'avis de ses bailleurs de fonds. Une sorte de « discipline créatrice ». En Grande-Bretagne par exemple, les projets d'acquisition importants sont soumis au vote des actionnaires, de par la loi sur les sociétés commerciales. Rien de tel en France, où on soumet à l'assemblée générale la décision sur les dividendes, mais où le conseil d'administration peut de son propre chef décider une acquisition majeure qui va changer le profil de risque pour les actionnaires et les créanciers. Une bonne gouvernance voudrait donc que les dividendes (ou les rachats d'action qui ont des propriétés proches) soient importants, pour en quelque sorte laisser l'entreprise « en marché », c'est-à-dire dans une position structurelle de demande de fonds. Ceci ne vaut pas pour les entreprises familiales ou individuelles, dont la gouvernance est très différente.

Reconnaissons qu'il en va autrement quand les marchés souffrent d'une crise de liquidité : il est plus sage alors pour l'entreprise de « retenir » son cash-flow plutôt que de le distribuer, pour peu que les actionnaires l'acceptent, de peur de ne pouvoir lever les fonds nécessaires en cas d'opportunité. C'est ce qu'on observe aujourd'hui, même si beaucoup d'entreprises du CAC 40 ont préféré en 2009 poursuivre leur distribution de dividendes pour montrer qu'elles avaient confiance dans leur développement et ainsi maintenir le cours boursier.

Il importe donc que la politique de distribution, qui participe de la stratégie de financement de l'entreprise, ne réponde pas à des proportions fixes, surtout fixées par la loi.