

Deux sujets de l'actualité financière

Yann Le Fur et Pascal Quiry
5 février 2025





L'attractivité des marchés financiers européens

Dividendes et rachats d'actions, 2 mal-compris

L'attractivité des marchés financiers européens

L'attractivité des marchés financiers européens

- De 1989 à 2009, l'indice Euro Stoxx 600 a doublé de niveau et le S&P 500 aux États-Unis a triplé de valeur. Puis de 2009 à 2024, le premier a progressé de 150 % et le second de 450 %.
- En 2008, la première banque américaine JP Morgan capitalisait **75 Md€**, et les 10 premières banques de la zone euro **510 Md€** cumulés. En 2024, la capitalisation boursière de JP Morgan atteint **515 Md€**, soit l'équivalent de la capitalisation boursière des 10 premières banques de la zone euro. BNP Paribas, première banque de la zone euro, capitalise **70 Md€** et l'indice Euro Stoxx des banques européennes est à son niveau de début 1997.

L'attractivité des marchés financiers européens

BlackRock, le premier gestionnaire d'actifs américain, gère environ **9 700 Md€** d'actifs contre **2 100 Md€** pour Amundi, le leader européen.

Si historiquement l'écart entre les PER américains et européens était de l'ordre de **2 à 4 points**, depuis 2019 l'écart moyen a bondi à **7 points** (21 sur le S&P 500 contre 14 sur l'Euro Stoxx 600).

L'attractivité des marchés financiers européens

En conséquence, un certain nombre de groupes européens, principalement britanniques, et ayant une part importante de leurs activités aux États-Unis **ont décidé de se faire coter** aux États-Unis, plutôt qu'en Europe (Arm dans les semi-conducteurs) ou d'y **transférer** leur cotation boursière (CRH dans les matériaux de construction, Ferguson dans la plomberie-chauffage, etc.). D'autres ont annoncé y réfléchir (TotalEnergies, Shell et BP).

L'attractivité des marchés financiers européens

Si l'épargne des ménages européens est ample, à environ 35 500 Md€, nourrie par un taux d'épargne de 13,3 % du revenu disponible, bon nombre d'entreprises européennes lèvent des fonds auprès des groupes financiers non européens, car elles ne trouvent pas suffisamment de fonds localement auprès des investisseurs européens.

Ainsi Mistral, perçue comme le principal rival du créateur de Chat GPT (Open AI), a levé 1 090 M€ entre juin 2023 et juin 2024 en 3 tours de financement, à chaque fois dirigés par des fonds de capital-risque américains (Lightspeed, Andreessen Horowitz, DST Global et General Catalyst).

L'attractivité des marchés financiers européens

Trois raisons principales :

- une marchandisation différente de l'économie, fruit de l'histoire
- des systèmes de financement des retraites différents
- le morcellement des marchés financiers européens

L'attractivité des marchés financiers européens

Le morcellement des marchés financiers européens :

- droit des affaires et des faillites différents
- absence de pleine fongibilité des dépôts, du capital ou de la liquidité des banques paneuropéennes pourtant supervisées par le régulateur européen (BCE) car les régulateurs locaux veulent garder une supervision des filiales locales de ces banques
- absence d'une Bourse couvrant les 27 pays de l'Union
- absence d'un système paneuropéen de compensation et de livraison (il y en a 18 pour la compensation et 21 pour la livraison des titres négociés en Europe)...

L'attractivité des marchés financiers européens

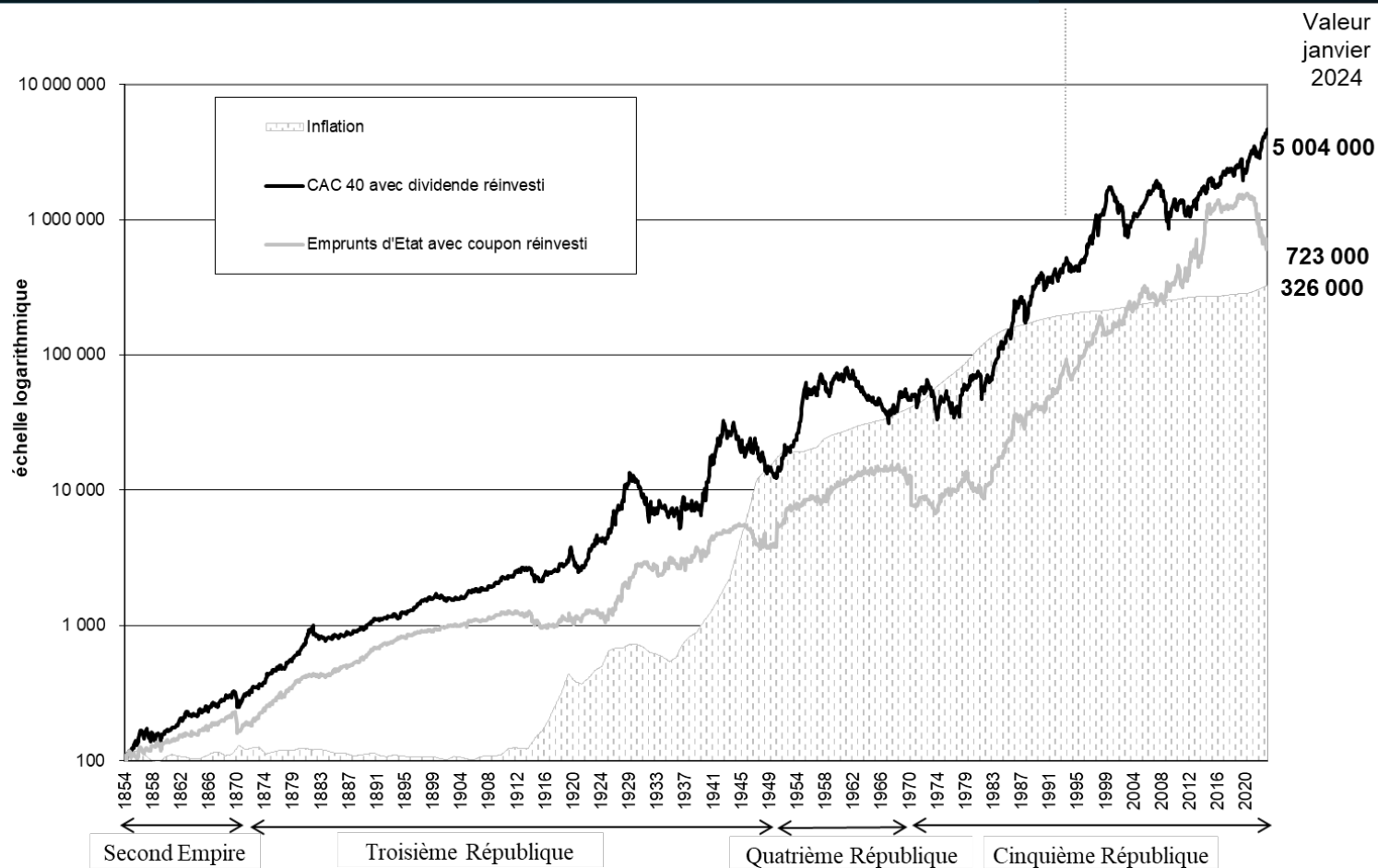
Une conséquence :

Seulement 17 % de l'épargne des Européens est investie en actions contre environ 45 % aux États-Unis.

L'attractivité des marchés financiers européens

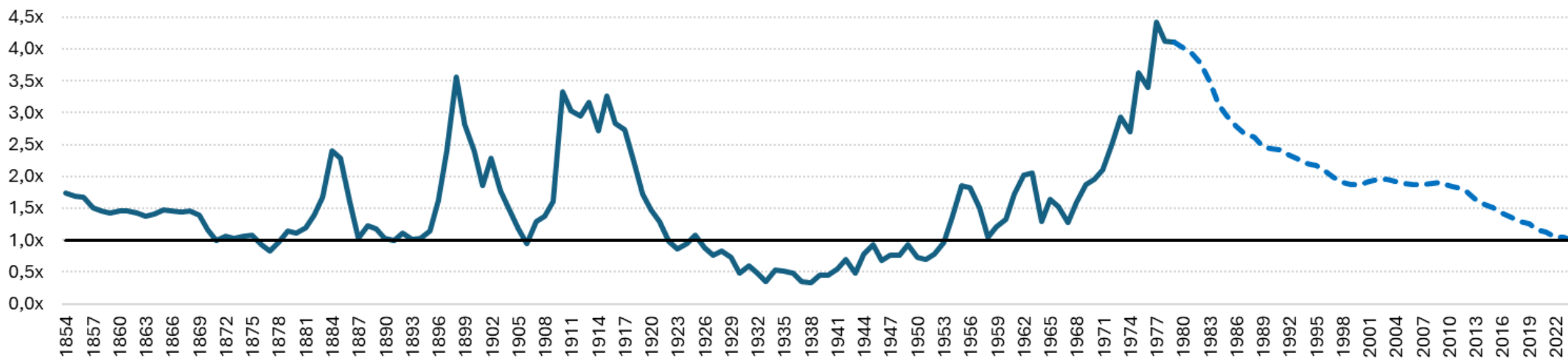
Or l'investissement action dans la durée est bien plus profitable à l'épargnant

L'attractivité des marchés financiers européens



L'attractivité des marchés financiers européens

45 ans d'investissements dans le CAC 40 / 45 ans d'investissements dans la rente



Source : Vernimmen, avec les données de David Le Bris. — Jusqu'en 1979 — — Après 1979

L'attractivité des marchés financiers européens

Que faire pour accroître l'attractivité des marchés financiers ?

- la faculté pour les entreprises se cotant en Bourse de doter les actions détenues par leurs fondateurs de droits de vote multiples (jusqu'à 25 pour une action) pour une durée maximum de 15 ans,
- des modalités plus souples pour effectuer des augmentations de capital sans droits préférentiels de souscription,
- la numérisation des activités de financement du commerce international,
- la qualification automatique des PME éligibles au PEA PME,
- la faculté de négocier des fractions d'actions, d'obligations ou de parts de fonds, etc.

L'attractivité des marchés financiers européens

L'exemple suédois depuis 1980 :

- De la pédagogie pour que les lycéens apprennent les rudiments de la finance
- Un fonds investi à 100 % en actions doté d'avantages fiscaux

L'attractivité des marchés financiers européens

L'exemple suédois depuis 1980

Les avantages fiscaux initiaux ont disparu mais :

- 16 % des entreprises suédoises de plus de 250 salariés sont cotées en Bourse, contre seulement 3 % dans l'Europe des 27
- le nombre des cotations nouvelles sur la Bourse de Stockholm depuis 2013 (501) dépasse sur la même période le montant cumulé des introductions en Bourse à Paris, Francfort, Amsterdam et Madrid. Seul le Royaume-Uni a fait mieux avec 765 cotations nouvelles
- Progression de l'indice de la Bourse de Stockholm de 85 % sur les dix dernières années, contre 49 % pour l'Euro Stoxx 600 et 17 % pour le FTSE 100 de la Bourse de Londres

L'attractivité des marchés financiers européens

L'exemple suédois depuis 1980

Les avantages fiscaux initiaux ont disparu mais :

- Alors qu'en France la part des actions dans les OPCVM est de 25 %, elle atteint 66 % en Suède. Au total, dans l'épargne financière des Suédois, les actions représentent 42 %, contre 17 % dans l'Europe des 27 (et 23 % en France)
- Dans le bilan des compagnies d'assurance suédoises, la part des actions est de 48 %, contre 26 % dans l'Europe des 27

L'attractivité des marchés financiers européens

Que faire pour accroître significativement l'attractivité des marchés financiers ?

- Former les lycéens et les citoyens au B A BA de la finance (MOOC)
- Supprimer les avantages fiscaux du placement en rentes

L'attractivité des marchés financiers européens

Que faire pour accroître significativement l'attractivité des marchés financiers ?

- L'assurance-vie permet à un couple de placer 305 000 € en contrat en euros (placés massivement en obligations puisque l'assureur doit garantir le capital), et de retirer chaque année les intérêts à 3 % avec seulement 1 574 € de coût fiscal. Si ce couple décède avec au moins deux enfants, le contrat transmis le sera en franchise totale de droits de succession.

L'attractivité des marchés financiers européens

Que faire pour accroître significativement l'attractivité des marchés financiers ?

- Par ailleurs, ce même couple peut placer 22 950 € par personne dans son foyer, soit 91 800 €, sur des livrets A, et 24 000 € sur deux Livrets de développement durable et solidaire, totalement liquides et exonérés de toute fiscalité.
- C'est donc un total de patrimoine financier de **420 800 €** que ce ménage peut placer sans impôt significatif, sans aucune prise de risque en capital et totalement liquide.

L'attractivité des marchés financiers européens

Que faire pour accroître significativement l'attractivité des marchés financiers ?

Ces **420 800 €** correspondent environ au 8e décile des patrimoines avant endettement, immobilier inclus, des ménages français. Autrement les trois quarts des ménages français ont toutes les incitations fiscales à placer en dette, ce qu'ils ne se privent pas de faire, et marginalement de placer en actions : les contrats d'assurance-vie et de retraite sont placés à plus de **74 %** en dette (contrats en euros).

Tant que cette distorsion qui voit l'épargne sans risque être non imposée alors que l'épargne à risque l'est, il ne se développera pas de marché financier profond en France.

L'attractivité des marchés financiers européens

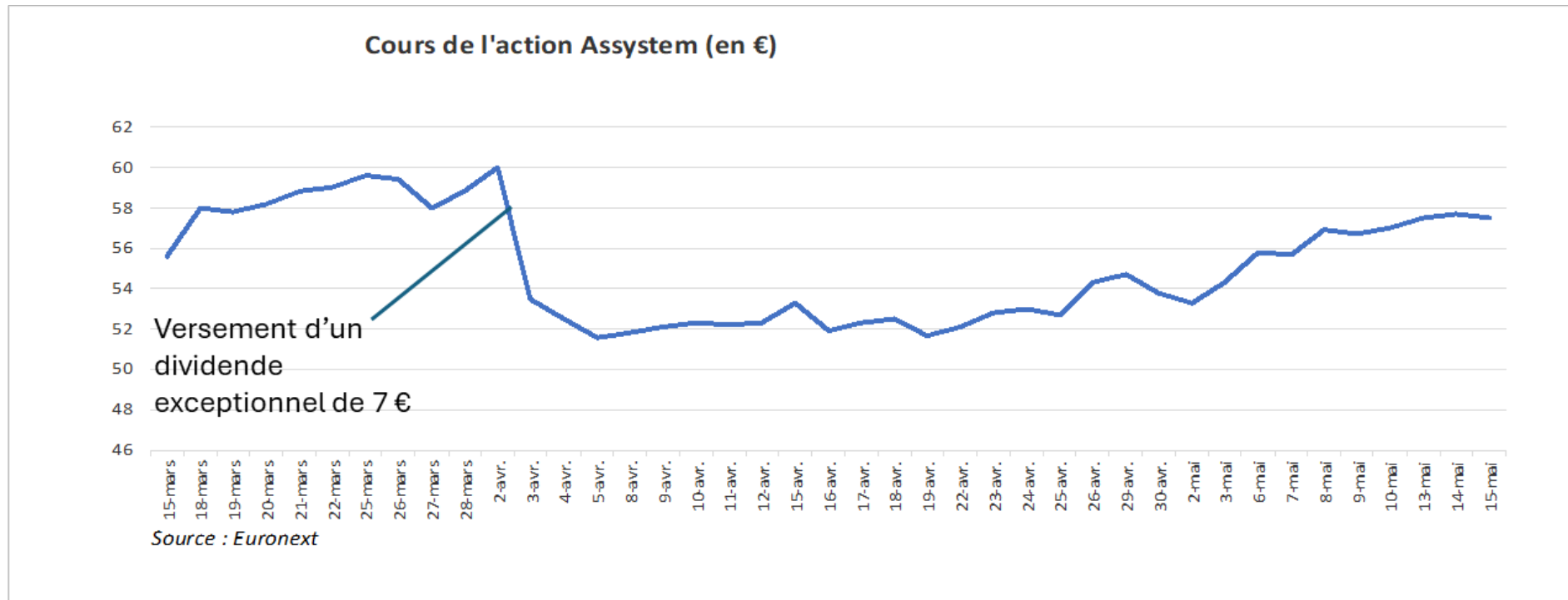
Si les pouvoirs publics veulent vraiment développer l'attractivité du marché financier, nous suggérons qu'ils **réservent** les avantages fiscaux des placements en assurance-vie **aux seuls supports investis en capitaux propres**, les autres entrant dans le régime commun qui n'a rien de spoliateur (barème de l'IR et prélèvements sociaux, ou 30 % forfaitaires).

Quant aux livrets d'épargne réglementée (livret A, livret jeune, LDDS, etc.), leur encours par ménage devrait être plafonné, par exemple à 33 200 €, qui est le patrimoine brut du 3e décile, pour ne pas offrir un effet d'aubaine à ceux qui ont les moyens financiers et culturels de s'occuper de la gestion de leur patrimoine.

Dividendes et rachats d'actions, 2 mal compris

Le dividende n'est pas la rémunération de l'actionnaire

Si le salaire est la rémunération du salarié, le dividende n'est pas la rémunération de l'actionnaire.



Le dividende n'est que la **liquéfaction** partielle du patrimoine de l'actionnaire

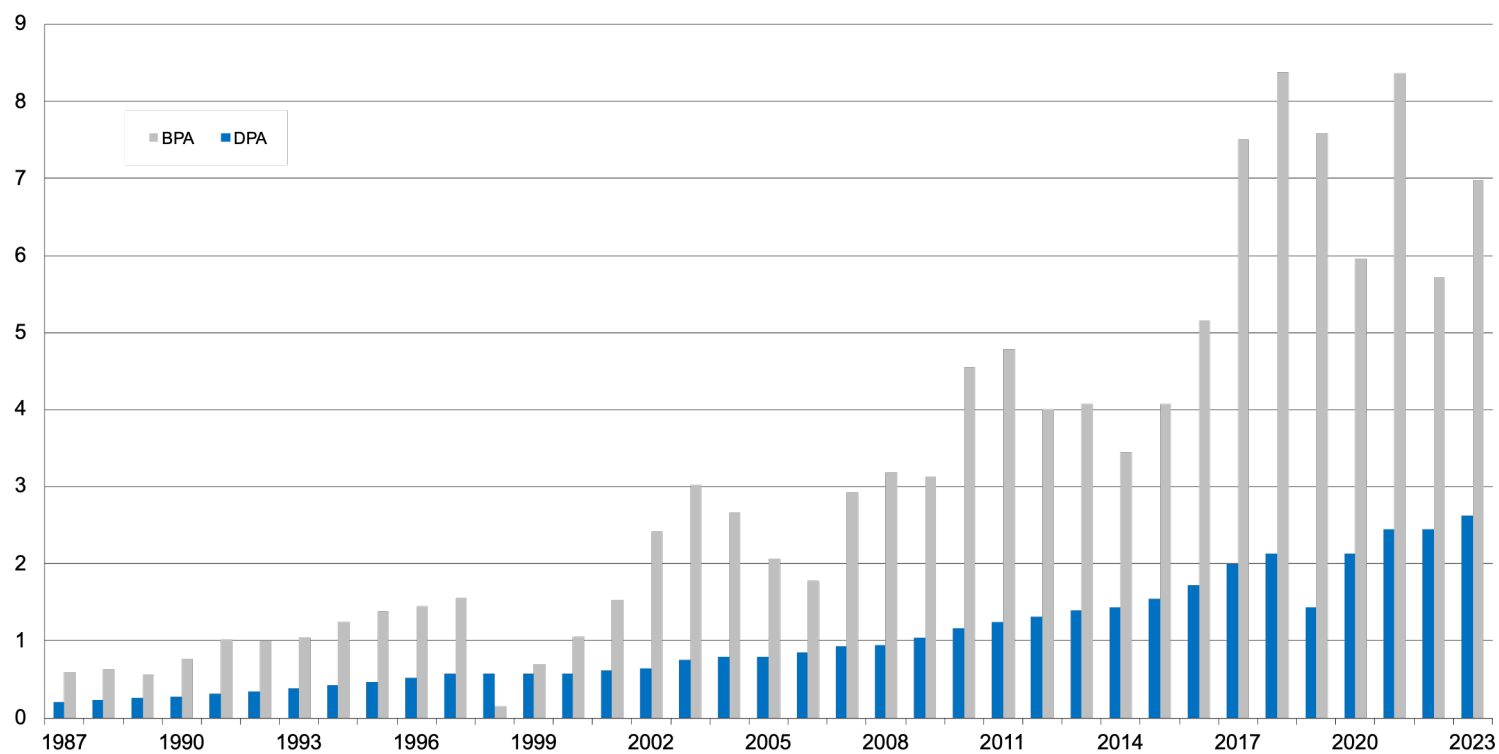
Pourquoi des dividendes ?

1 - Parce que l'actionnaire a besoin de liquidités, en particulier pour les entreprises non cotées :

- Train de vie dans les entreprises familiales à large actionnariat
- Le dividende fidélise l'actionnaire et tend à lui faire oublier la valeur

Pourquoi des dividendes ?

Bénéfices par action et dividendes par action pour SEB (en euros)



Source : Rapports annuels.

Pourquoi des dividendes ?

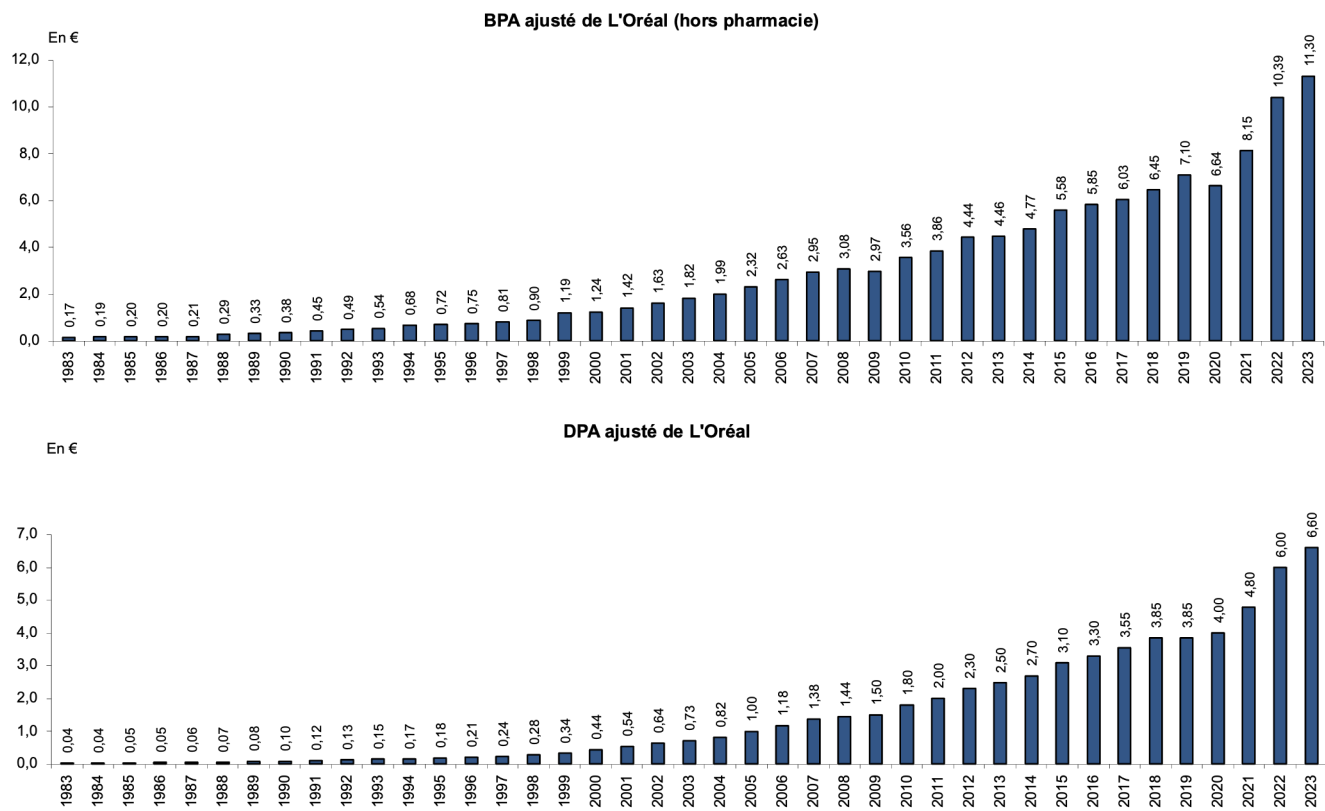
1 - Parce que l'actionnaire a besoin de liquidités, en particulier pour les entreprises non cotées :

- Train de vie dans les entreprises familiales à large actionnariat
- Le dividende fidélise l'actionnaire et tend à lui faire la valeur
- Remboursement de dettes de la holding après le rachat de l'entreprise pour les LBO
- Remboursement de dettes après le rachat d'un actionnaire par la holding familiale

Pourquoi des dividendes ?

2 - Parce que les entreprises n'ont plus besoin d'autant de capitaux propres

Pourquoi des dividendes ?



Pourquoi des dividendes ?

2 - Parce que les entreprises n'ont plus besoin d'autant de capitaux propres

- C'est LA raison financière : En toute logique une entreprise qui a atteint la structure financière avec laquelle elle est confortable et qui n'est plus capable de trouver des investissements qui rapportent au moins leur coût du capital, doit rendre ces fonds inutiles sous forme de rachats d'actions ou de dividendes
- Il ne s'agit pas d'une tyrannie de la finance à l'égard de l'entreprise mais d'un mécanisme sain de réallocation d'une ressource rare, les capitaux propres, d'entreprises qui n'en n'ont plus l'utilité vers de nouvelles entreprises qui se créent, se développent et ont besoin, à cet effet, de capitaux propres supplémentaires

Pourquoi des dividendes ?

2 - Parce que les entreprises n'ont plus besoin d'autant de capitaux propres

- Le dividende et le rachat d'actions, en faisant circuler l'argent, sont des outils anti-rentes

Pourquoi des dividendes ?

3 - Parce que c'est une convention et un gage de respectabilité

- « *The dividend is a sacred element in Shell, I will do everything I can to protect it.* » Ben van Beurden, CEO de Shell
- Certains fonds de pension anglo-saxons n'ont pas le droit d'investir dans des actions ne versant pas de dividendes

Comment faire des rachats d'actions ?

- Au fil de l'eau dans le cadre d'un programme de rachat limité à 10 % du capital et avec une auto-détention maximum de 10 %. Pas plus de 25 % des transactions quotidiennes.
- Par achats de blocs dans le cadre d'un programme de rachat (L'Oréal cède 2 % de Sanofi à Sanofi pour 3 Md€ en février 2025).
- Par une Offre Publique de Rachat d'Actions (OPRA)

Dans tous les cas, autorisés par une AGE préalable

Quid des actions rachetées ?

- Annulées dans la limite de 10 % du capital social tous les 24 mois.
- Conservées pour être remises lors d'acquisitions payées en actions, ou pour couvrir les programmes de stocks options / actions gratuites, ou pour faire face à la conversion d'obligations convertibles.

Annulées ou pas, les actions rachetées perdent leurs droits de vote et aux dividendes et sont déduites des capitaux propres en normes IFRS et américaines. Déduites dans les calculs des BPA.

Pourquoi des rachats d'actions ?

- Sortie d'un actionnaire du capital pour ne pas peser sur les cours (OVH et KKR + TowerBrook)

Pourquoi des rachats d'actions ?

- Sortie d'un actionnaire du capital pour ne pas peser sur les cours (OVH et KKR + TowerBrook)
- Renforcement d'un gros actionnaire minoritaire (BIC)

Pourquoi des rachats d'actions ?

- Sortie d'un actionnaire du capital pour ne pas peser sur les cours (OVH et KKR + TowerBrook)
- Renforcement d'un gros actionnaire minoritaire (BIC)
- Réallocation du capital (Voyageurs du Monde, *au S1 2021 130 M€ levés comme assurance anti-Covid, rendus en juin 2024*)

Les rachats d'actions font-ils monter les cours ?

Non significativement selon la recherche scientifique : + 0,8 % (1)

(1)« The market valuation of share repurchases in Europe », *Journal of Banking and Finance*, juin 2015, vol. 55, pages 327 à 339.

Les rachats d'actions font-ils monter les cours ?

Non significativement selon la recherche scientifique : + 0,8 % (1)

Comment expliquer cette divergence entre les faits et le sentiment du plus grand nombre ?

- Le quidam pense que s'il y a un acheteur de plus sur le marché, cela fait naturellement monter le cours, par exemple de 100 à 102. Il ne voit pas nécessairement que si le cours passe de 100 à 102, des investisseurs qui n'étaient pas vendeurs à 100, mais le sont à 101, vont alors se mettre à vendre des titres, ce qu'ils n'auraient pas fait si le cours était resté à 100, et ce qui fera revenir le cours à 101, voire à 100.

Les rachats d'actions font-ils monter les cours ?

Non significativement selon la recherche scientifique : + 0,8 %

Comment expliquer cette divergence entre les faits et le sentiment du plus grand nombre ?

- les programmes de rachats d'actions sont le plus souvent annoncés à l'occasion de résultats (de la cession d'un actif, d'une opération de croissance externe, etc.). Il est alors impossible de distinguer derrière l'éventuelle hausse du cours, ce qui est dû à l'annonce du rachat d'actions et à l'autre élément, souvent plus révélateur, de la situation de l'entreprise et souvent positif puisque l'on n'annonce pas des rachats d'actions quand l'entreprise fait des pertes ou sous-performe.

Les rachats d'actions font-ils monter les cours ?

Non significativement selon la recherche scientifique : + 0,8 %

Comment expliquer cette divergence entre les faits et le sentiment du plus grand nombre ?

- Une entreprise ne rachète pas ses actions comme elle le veut. Elle est limitée en Europe à 25 % du volume quotidien d'échanges sur son titre, et à un prix qui est plus bas que le dernier cours coté, ou plus bas que le meilleur ordre à l'achat existant à l'instant T.

Les rachats d'actions font-ils monter les cours ?

Non significativement selon la recherche scientifique : + 0,8 %

Comment expliquer cette divergence entre les faits et le sentiment du plus grand nombre ?

- Par ailleurs, l'émetteur ne peut pas racheter ses propres actions quand il détient une information privilégiée et tant qu'elle n'est pas rendue publique, ni dans les 30 jours calendaires précédant la publication de ses résultats annuels, semestriels, voire trimestriels.

Les rachats d'actions font-ils monter les cours ?

Non significativement selon la recherche scientifique : + 0,8 %

Comment expliquer cette divergence entre les faits et le sentiment du plus grand nombre ?

- L'illusion du BPA qui fait croire que sa progression s'accompagne nécessairement d'une progression parallèle du cours, le PER, qui relie les deux (valeur de l'action = BPA x PER), étant stable. Or avec des taux d'intérêt de 3 % après impôt, il suffit que le PER de l'action soit inférieur à 33 (soit l'inverse du coût du financement après impôt), pour que le rachat d'actions soit relatif du BPA.

Les rachats d'actions font-ils monter les cours ?

Non significativement selon la recherche scientifique : + 0,8 %

Comment expliquer cette divergence entre les faits et le sentiment du plus grand nombre ?

- De deux choses l'une, soit le rachat est peu significatif comme le sont la plupart des rachats d'actions portant sur 1, 2, ou 3 % du capital ; et dans ce cas, l'impact sur le BPA ainsi que sur la structure financière de l'entreprise est faible. La constance du PER peut être postulée et la valeur de l'action bougera à peine, cf. le + 0,8 % de l'étude mentionnée plus haut.

Les rachats d'actions font-ils monter les cours ?

Non significativement selon la recherche scientifique : + 0,8 %

Comment expliquer cette divergence entre les faits et le sentiment du plus grand nombre ?

Soit le rachat d'actions est significatif, plus de 5 % du capital, et l'impact sur le BPA et la structure financière le sera aussi. Postuler la constance du PER alors que l'action est devenue plus risquée en raison d'une structure financière plus marquée par la dette, c'est s'illusionner.

En effet, le PER n'a aucune raison de rester stable en raison d'un risque de structure financière accru avec plus de dettes. À un BPA plus fort répond un PER plus faible, et donc une valeur quasi inchangée.

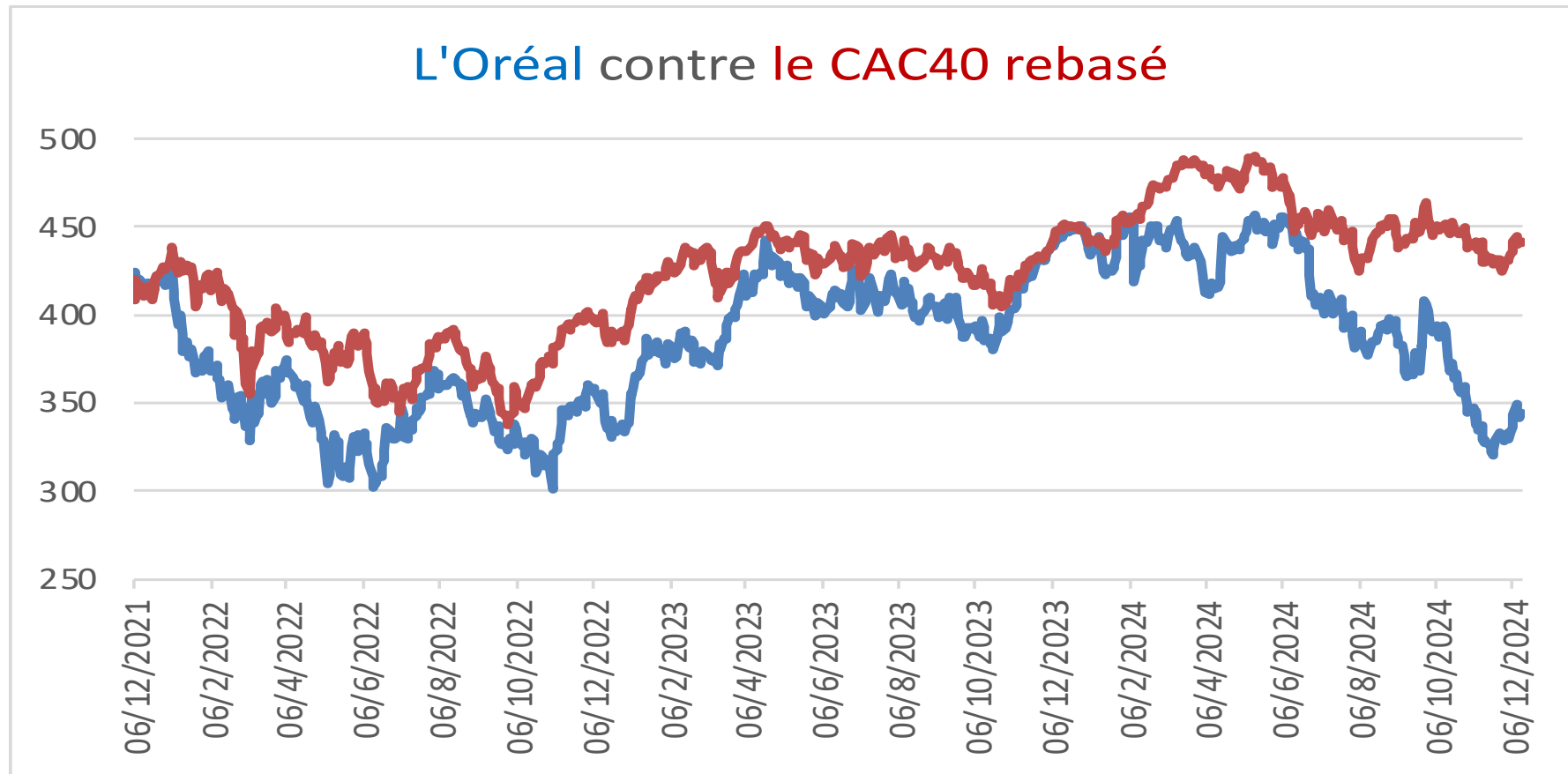
Les rachats d'actions font-ils monter les cours ?

Non significativement selon la recherche scientifique : + 0,8 %

Comment expliquer cette divergence entre les faits et le sentiment du plus grand nombre ?

- Enfin les rachats d'actions font baisser la part dans les indices des entreprises qui s'y livrent, induisant alors un flux vendeur de la part des gestions passives qui contrecarre ainsi le flux acheteur des rachats.

Les rachats d'actions font-ils monter les cours ?



Les rachats d'actions font-ils monter les cours ?

Des 20 plus gros racheteurs du CAC 40 de 2012 à 2023, 4 surperforment le CAC 40, et 6 le sous-performent, dont les 3 premiers. Et si l'on prend les 20 premiers, le match n'est pas significativement différent (11-9) :

		Rachats d'actions en Md€	En % de la capitalisation boursière	Progression du cours 2012	Sur-performe le CAC 40	Sous-performe le CAC 40
1	ArcelorMittal	9,4	50%	-20%		
2	Carrefour	2,3	23%	-23%		
3	TotalEnergies	31,1	22%	33%		
4	Saint-Gobain	6,1	16%	183%		
5	Vinci	9,3	15%	198%		
6	Cap Gemini	4,4	13%	555%		
7	Sanofi	13,8	12%	65%		
8	Société Générale	2,2	11%	59%		
9	L'Oréal	21,1	10%	322%		
10	Pernod Ricard	2,9	9%	47%		
	CAC40			127%		

Source : Computations des auteurs

À quelles conditions les rachats d'actions pourraient-ils créer de la valeur?

- Une trésorerie excessive et oisive qui pénalise le cours (Apple en 2012)

À quelles conditions les rachats d'actions pourraient-ils créer de la valeur?

- Une trésorerie excessive et oisive qui pénalise le cours (Apple en 2012)
- Un coup d'éclairage pour une valeur délaissée avec un rachat à un prix massacré

À quelles conditions les rachats d'actions pourraient-ils créer de la valeur?

- Une trésorerie excessive et oisive qui pénalise le cours (Apple en 2012)
- Un coup d'éclairage pour une valeur délaissée avec un rachat à un prix massacré

- Dans une OPRA, non-participation d'un gros actionnaire

Une société avec 100 actions fait une OPRA de 1 pour 5 à 110 contre un cours de 100

Si tous les actionnaires participent à l'OPRA, l'entreprise a payé une prime de $10 \times 100/5 = 200$, soit un appauvrissement par action restantes de $200/80 = 2,5$. Donc post OPRA la valeur devrait tomber à 97,5

À quelles conditions les rachats d'actions pourraient-ils créer de la valeur?

Maintenant un actionnaire à 40 % ne participe pas à l'OPRA qui est couverte à 100 % par les autres actionnaires qui vont, pour 3 actions, pouvoir en céder 1 ($20/(100-40)$) dans l'OPRA. D'où un enrichissement des autres actionnaires de $110 + 2 \times 97,5 - 3 \times 100 = 5$ pour 3 actions.

Soit un enrichissement de $5 \times 60 / 3 = 100$ pour les minoritaires, miroir de l'appauvrissement de l'actionnaire à 40 % de $40 \times 2,5 = 100$, mais qui détient 50 % du capital maintenant.

Pour aller plus loin :

Le Vernimmen 2025

La Lettre Vernimmen.net

La page LinkedIn du Vernimmen



PIERRE VERNIMMEN
FINANCE PASCAL QUIRY
D'ENTREPRISE YANN LE FUR
2025



Lefebvre Dalloz

DALLOZ