



Le coût du capital explique l'impréparation des grands groupes à la crise

Mémo COVID N°16

Mémo COVID N°16

1) Une crise qui intervient après 10 années de profits, proche des niveaux records

La crise du coronavirus intervient après une décennie de bons résultats pour le CAC 40 et des bénéfices qui venaient tutoyer les sommets d'avant crise qui ont même été dépassés en 2017 avec 96,5 milliards d'euros de bénéfices.

En cumulé depuis 2010, les entreprises du CAC 40 ont dégagé plus de 700 milliards de bénéfices.

Ces résultats ont notamment permis aux sociétés du CAC 40 (hormis les 5 sociétés financières de l'Indice) de réduire leur endettement net de 100 milliards d'euros par rapport à 2008. L'essentiel de cette réduction ayant eu lieu de 2008 à 2015. Sur le plan de l'endettement, le CAC 40 a donc abordé la crise du coronavirus avec des finances assainies et des marges de manœuvre.

Fin 2018, les entreprises du CAC 40 disposaient d'une trésorerie nette de 166 milliards d'euros, un chiffre stable par rapport à 2017. Cela fait donc en moyenne 4,15 milliards d'euros par entreprise même si les situations sont très hétérogènes notamment selon le type d'activités et la santé économique des groupes.

10 sociétés du CAC 40 avaient même un endettement négatif c'est-à-dire que leur trésorerie était supérieure à leurs dettes. Ces 10 sociétés cumulaient une trésorerie nette de 36 milliards d'euros.

2) En parallèle, un endettement important pour servir des opérations financières

Bien que la situation s'améliore depuis 10 ans comme nous venons de le dire, il faut toutefois signaler qu'« en face » de cette trésorerie nette figurent des dettes financières qui s'élevaient à 355 milliards d'euros fin 2018.

L'endettement net des sociétés du CAC 40 était donc de 161 milliards fin 2018. Si on enlève les 10 sociétés qui ont une dette négative, on obtient un endettement net de 197 milliards d'euros fin 2018 pour 25 autres sociétés.

Depuis 2015, ces groupes ont pu profiter de la politique de la Banque Centrale Européenne qui a fortement abaissé les taux d'intérêts. Cela a donc permis de réduire les intérêts payés par les entreprises.

Logiquement, la baisse des charges financières aurait dû permettre une baisse de l'endettement hors cette baisse s'est arrêtée en 2015. En effet, les entreprises ont profité des taux bas pour s'endetter mais sans lien avec leur niveau d'investissement. Ainsi, depuis 2015, les entreprises ont quasiment cessé d'améliorer leur trésorerie et ont augmenté leurs dettes financières.

Fin 2018, les sociétés non financières du CAC 40 avaient 10 milliards de dettes financières en plus qu'en 2015.

De plus, les sociétés du CAC 40 ont adapté leurs comportements et ont quasiment stoppé leur financement par émission d'actions au profit du financement par obligations. C'est-à-dire qu'elles ont préféré s'endetter pour se financer plutôt que d'émettre des actions et augmenter leur capital. L'émission d'actions déplaît aux actionnaires en place car cela dilue le capital, pour autant du point de vue de l'entreprise cela permet de faire rentrer de l'argent « frais » dans l'entreprise sans que cela nécessite de remboursement (cela nécessite tout de même de verser des dividendes pour attirer les investisseurs).

En 2019, le CAC 40 a même battu son record d'émissions d'obligations, avec 85 milliards d'euros d'obligations. Cependant, cet endettement nouveau n'a pas permis de financer l'investissement (voir le point 4 à ce propos) mais plutôt de la croissance externe (rachat d'autres sociétés) voire pire du rachat d'actions comme pour Renault.

La croissance externe vient embrasser la logique du *too big to fail* (trop gros pour tomber). En rachetant d'autres entreprises, les sociétés s'agrandissent et se savent sous la protection de l'État en cas de problème. En effet, il est très rare (hormis Lehman Brothers « sacrifiée » pour l'exemple) que les États laissent couler leurs plus grosses entreprises, notamment au vu des enjeux en termes d'emplois. La croissance de ces sociétés leur permet donc d'accroître leur pouvoir de négociation et de mieux faire du chantage auprès de l'État en cas de crise.

Pour autant ces indicateurs financiers globaux à l'instant T ne peuvent être suffisants pour juger de la bonne santé ou non des entreprises du CAC 40, des études plus ciblées sont nécessaires. Au-delà de la santé économique, il convient également de chercher à comprendre ce qui a mené à cette situation et questionner la gestion de l'entreprise par ses dirigeants et les actionnaires.

3) Des dividendes énormes

Depuis le début de la décennie 2010 et jusque 2019, les sociétés du CAC 40 ont fait pas moins de 713 milliards d'euros de bénéfices soit en moyenne près de 18 milliards d'euros par société.

Sur ces 713 milliards de bénéfices, elles ont distribué 429 milliards de dividendes soit 60% de leurs bénéfices.

Que ce serait-il passé si les dividendes versés avaient été moindres ? Avec un taux de distribution moyen des bénéfices à 50%, cela aurait permis de mettre en réserve 72 milliards d'euros, qui seraient bien utiles aujourd'hui.

Avec un taux de distribution moyen des bénéfices à 20%, pas moins de 287 milliards d'euros auraient été économisés par ces sociétés. De quoi faire face au coup dur de la crise sans sacrifier l'emploi.

Plus simplement, diviser les dividendes par 2 aurait permis aux sociétés de conserver 215 milliards dans leurs caisses ou de les investir de façon durable.

4) Un manque de vision stratégique

Comme on l'a vu, malgré des conditions d'endettement très favorables et des bénéfices en forte hausse depuis 10 ans, les entreprises du CAC 40 n'ont pas du tout augmenté leurs investissements. Ainsi, alors que leurs bénéfices sont passés de 53 à 89 milliards de 2012 à 2018, leurs investissements sont eux passés de 92 à 71 milliards sur la même période.

En 2018, une seule entreprise du CAC 40 figurait dans le Top 50 des entreprises qui dépensaient le plus en Recherche et Développement (R&D). Renault, second groupe français était en 52^{ème} position quand son concurrent Volkswagen (certes 3 fois plus important en termes de chiffre d'affaires) était 1^{er} de ce classement. Ainsi, le groupe Volkswagen investissait 1% de son chiffre d'affaires en plus en R&D que le groupe Renault, un tel « effort » aurait représenté plus de 700 millions d'euros d'investissement en R&D pour le groupe. Le groupe a d'ailleurs augmenté son montant alloué à la R&D en 2019, mais le retard accumulé pendant des années est difficile à combler.

5) L'exemple de Renault

Renault fait la Une de l'actualité depuis plusieurs jours, notamment car l'entreprise sollicite un prêt de 5 milliards garanti par l'État et se prépare à un plan de restructuration qui pourrait déboucher sur 5 000 suppressions d'emplois en France.

Or l'étude de la gestion passée du groupe montre que les difficultés actuelles ne sont que le fruit d'une gestion tournée vers les actionnaires alors même que le premier d'entre eux n'est autre que l'État français.

Tout d'abord, le groupe Renault a versé plus d'un milliard de dividendes pour la seule année 2019. C'est plus de 20% du prêt actuellement demandé. Sans la crise du coronavirus, plus de 300 millions d'euros de dividendes devaient être versés au titre de l'année 2019 alors même que cette année s'est traduite par des pertes pour le groupe.

Pire encore, en juin 2019, le groupe s'est endetté pour racheter ses propres actions. Le but de ce type de manœuvre est de retirer des actions du marché pour faire augmenter le prix de l'action et de concentrer la masse dédiée aux dividendes sur un plus petit nombre d'action et donc d'augmenter le dividende par action. Ce programme de rachat d'actions, initialement prévu jusque fin 2020 autorisait des rachats d'actions pour plus de 3,5 milliards d'euros soit plus de 70% des 5 milliards que le groupe s'apprête à emprunter avec la garantie de l'État.

Renault a obtenu des résultats positifs durant des années, pour mémoire Renault a dégagé plus de 3 milliards de profits en 2018. De manière irresponsable, les dirigeants ont préféré gaver les actionnaires plutôt que de préparer l'avenir en investissant de manière responsable et/ou en mettant en réserve une partie importante de ces bénéfices.

Ainsi la trésorerie est de près de 15 milliards et a augmenté de moins d'un milliards en 5 ans malgré des résultats favorables. Au contraire, le groupe PSA a profité de ces années profitables pour le marché automobile pour faire passer sa trésorerie de 11 milliards en 2015 à 17 milliards en 2019 soit une augmentation de plus de 50% de sa trésorerie.

La situation du groupe Renault est donc certes rendue compliquée par le contexte de crise sanitaire mondial ainsi qu'un marché en profonde transformation. Cependant il s'agit avant tout d'une situation qui s'explique par des erreurs de gestion, ou plutôt ou une excellente gestion... pour les actionnaires et la rentabilité à court terme. Avec une gestion plus raisonnable, digne d'une entreprise dont l'État est le premier actionnaire, Renault aurait pu aborder cette crise avec une structure bien plus solide et des investissements massifs plaçant le groupe dans les têtes de file des transformations de la filière automobile.