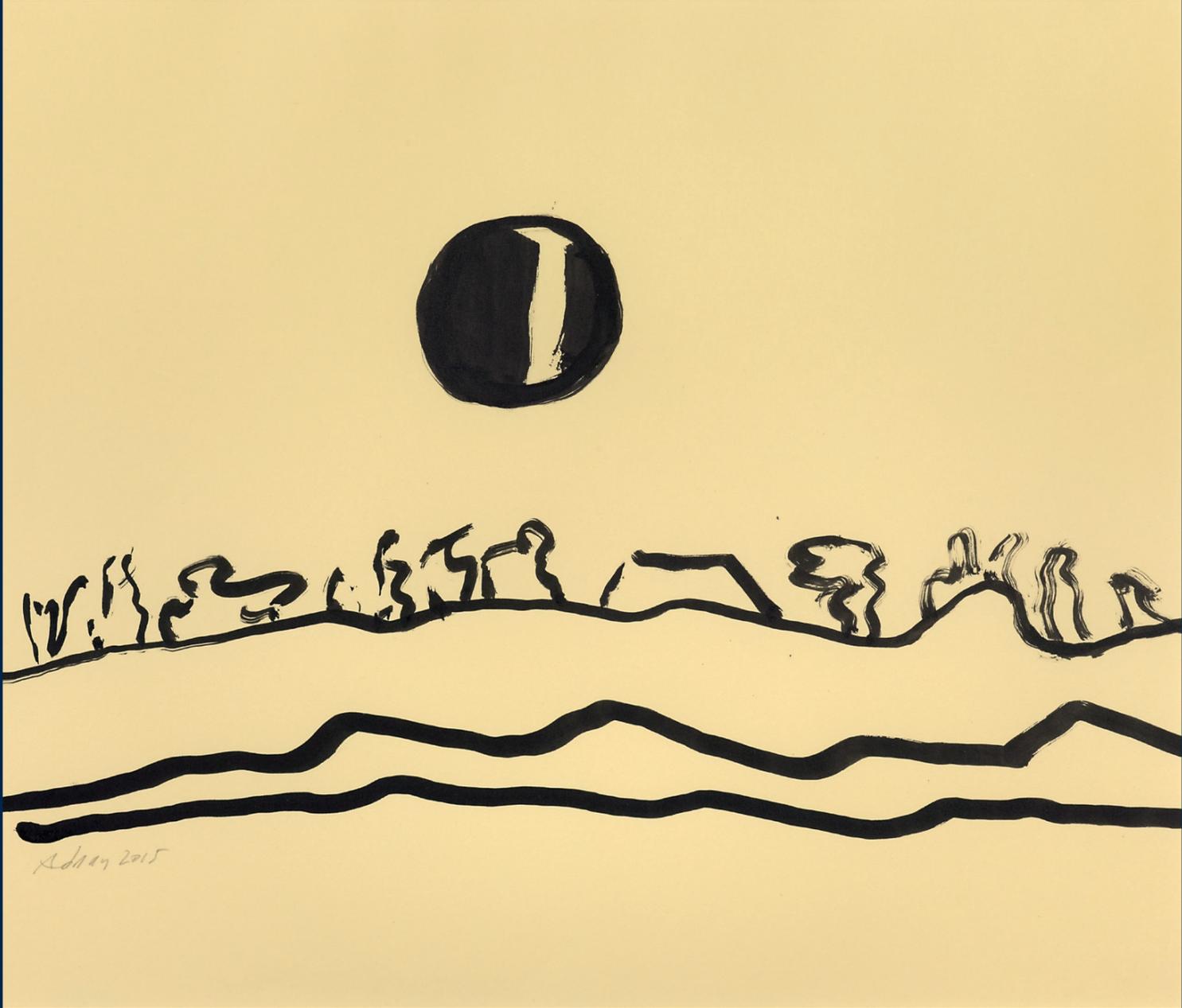


GESTION PRIVÉE

3^e trimestre 2020 – Rédigée en date du 15/07/2020

En vous faisant découvrir chaque trimestre un dessin, Lazard Frères Gestion témoigne son intérêt pour la création moderne et contemporaine.



Etel Adnan, Paysage, 2015
Encre de Chine sur papier
38 x 45 cm
Courtesy Galerie Lelong & Co, Paris / New York
© André Morin
Collection privée, Paris

ÉCONOMIE

Après un choc brutal au premier trimestre, l'amélioration de la situation sanitaire a permis une sortie progressive du confinement et un redémarrage de l'activité mondiale à partir du mois de mai. Avec la réouverture des économies et la multiplication des mesures de soutien, les actifs risqués ont enregistré un fort rebond au deuxième trimestre. Les taux d'intérêt n'ont pas accompagné le mouvement, les banques centrales poursuivant des politiques monétaires ultra-accommodantes, dans un contexte d'incertitudes toujours présentes sur le front de l'épidémie.

p.2

PATRIMOINE

L'article 843 du Code civil prévoit que tout héritier venant à une succession doit rapporter à ses cohéritiers tout ce qu'il a reçu du défunt. Cette règle du rapport à succession s'applique aux dons manuels. Elle est destinée à assurer l'égalité entre les héritiers. L'article 852 du Code civil prévoit, au contraire, que les présents d'usage ne doivent pas être rapportés.

p.3

ENTRE NOUS

La période récente de stress économique a conduit de nombreuses voix à s'exprimer sur les dividendes, soulevant des interrogations.

p.4

Après un choc brutal au premier trimestre, l'amélioration de la situation sanitaire a permis une sortie progressive du confinement et un redémarrage de l'activité mondiale à partir du mois de mai. Avec la réouverture des économies et la multiplication des mesures de soutien, les actifs risqués ont enregistré un fort rebond au deuxième trimestre. Les taux d'intérêt n'ont pas accompagné le mouvement, les banques centrales poursuivant des politiques monétaires ultra-accommodantes, dans un contexte d'incertitudes toujours présentes sur le front de l'épidémie.

LE POINT BAS ÉCONOMIQUE EST SANS DOUTE PASSÉ

La mise en place de mesures de confinement un peu partout sur la planète a entraîné une baisse brutale de l'activité mondiale au premier trimestre. Le PIB dans les pays du G20 s'est contracté de 3,4 % en rythme non annualisé, d'après les données de l'OCDE. Il s'agit de sa plus forte baisse depuis le début de la série en 1998. Le repli est plus fort en Chine (- 9,8 %) et dans la zone euro (- 3,6 %) qu'aux États-Unis (- 1,3 %) où les mesures de confinement ont été mises en place plus tardivement. Inversement, la levée progressive des mesures de confinement a permis d'enclencher un fort rebond de l'activité. Le PMI mondial a touché un point bas historique à 26,2 au mois d'avril avant de remonter progressivement sur les deux mois suivant pour atteindre 47,7 en juin, contre 52,1 avant la crise, avec une amélioration dans la plupart des pays. Aux États-Unis, les destructions d'emplois ont propulsé le taux de chômage à 14,7 % en avril. Les créations d'emplois ont ensuite rebondi, permettant un reflux à 11,1 % en juin. Dans la zone euro, les mécanismes de chômage partiel ont limité l'impact de la crise sur le marché du travail. Le taux de chômage est passé de 7,1 % à son point bas de mars à 7,4 % en mai.

FORT REBOND DES MARCHÉS ACTIONS

Après s'être effondrés au premier trimestre, les marchés actions ont fortement rebondi au deuxième trimestre, portés par la levée des mesures de restrictions en Europe et aux États-Unis, l'absence de redémarrage de l'épidémie dans les pays qui se sont déconfinés, le rebond de l'activité et les mesures de soutien monétaires et budgétaires annoncées par les pouvoirs publics et les banques centrales. Sur l'ensemble du deuxième trimestre et dividendes réinvestis, l'Eurostoxx en euros a rebondi de 17,6 %, le S&P 500 en dollars de 20,5 %, le Topix en yen de 11,2 % et l'indice MSCI en dollars des actions émergentes de 18,1 %. Avec la hausse des marchés et les révisions en forte baisse des prévisions de résultats, les multiples de valorisation se sont nettement tendus. Toutefois, les marchés sont désormais tournés vers les résultats de 2021 qui sont attendus en forte hausse.



DES BANQUES CENTRALES EN SOUTIEN

Malgré le retour de l'appétit pour le risque, les taux d'intérêt de référence sont restés stables au deuxième trimestre, dans un contexte de politiques monétaires ultra-accommodantes. Le taux à 10 ans américain est passé de 0,67 à 0,66 et celui de l'État allemand de - 0,47 à - 0,45. La BCE a porté de 750 à 1 350 Mds EUR le montant de ses achats d'actifs effectués dans le cadre de son programme PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*), lancé en mars, et allongé sa durée d'au moins six mois, jusqu'en juin 2021. De son côté, Jérôme Powell a indiqué que la Fed n'envisageait pas de remonter ses taux avant 2022. Les annonces des banques centrales et le redémarrage de l'économie ont permis un fort resserrement des marges de crédit des émetteurs privés et des pays périphériques dans la zone euro, ces derniers bénéficiant de surcroît du potentiel plan de relance de la Commission européenne dont ils seraient les principaux bénéficiaires.

APPRÉCIATION DE L'EURO

Le retour de l'appétit pour le risque a favorisé une appréciation de l'euro de 1,8 % vis-à-vis du dollar et de 2,2 % vis-à-vis du yen, deux devises bénéficiant d'un statut de valeur refuge. L'essentiel du mouvement s'est fait à partir de fin mai.

DES INCERTITUDES TOUJOURS PRÉSENTES SUR LE FRONT DE L'ÉPIDÉMIE

Six mois après le début de l'épidémie de coronavirus, force est de constater que la COVID-19 reste une maladie très mal connue. Nombre de questions demeurent non résolues : quelle est la part de la population immunisée ? Le virus est-il saisonnier ? Pourquoi existe-t-il de telles disparités entre pays ? L'absence de réponse claire à ces questions implique sans doute de se concentrer sur le comportement factuel de l'épidémie plutôt que d'essayer d'extrapoler sa trajectoire. En Europe, les nouvelles restent très favorables. Des nouveaux foyers apparaissent ici et là mais aucun signe majeur de reprise de l'épidémie n'est visible dans les grands pays. Une deuxième vague ne peut pas être totalement écartée mais les gouvernements sont désormais mieux préparés qu'ils ne l'étaient auparavant et les comportements de la population ont évolué, limitant le risque d'un reconfinement total. Si l'épidémie n'est pas encore totalement contrôlée dans plusieurs pays émergents tels que le Brésil ou l'Inde, les États-Unis restent la principale source d'inquiétude. Le nombre de nouveaux cas y connaît un fort rebond depuis la mi-juin, surtout dans le sud et l'ouest du pays qui avaient été relativement épargnés. En conséquence, de nombreux États ont interrompu leur processus de déconfinement ou fait marche arrière en réintroduisant des mesures restrictives. Celles-ci ne remettent pas en cause la reprise, étant ciblées, mais le retour à la normale pourrait prendre plus de temps.

Monde : indice PMI composite



Source : JPMorgan

REPÈRES BOURSIERS

Indicateurs	30/06/2020	31/03/2020	Variation au T2 2020	Variation en 2020
CAC 40	4 936,0	4 396,1	12,3 %	- 26,5 %
Euro Stoxx	352,8	303,2	16,4 %	- 24,9 %
S&P 500 en euro	2 757,5	2 355,8	17,1 %	- 18,1 %
MSCI World en euro	466,9	403,2	15,8 %	- 19,9 %
Nikkei 225 en euro	183,8	160,0	14,9 %	- 17,4 %
Euro/dollar	1,12	1,10	1,8 %	- 1,6 %
Pétrole (baril Brent en dollar)	40,9	21,5	90,5 %	- 63,7 %
EONIA en %	- 0,47	- 0,44	↘	↘
Taux à 10 ans allemand	- 0,45	- 0,47	↗	↘

Source : Bloomberg, indices hors dividendes

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et s'apprécient à l'issue de la durée de placement recommandée.

**Sources : Les données chiffrées de cet article proviennent de Bloomberg et Facset en date du 1^{er} juillet 2020

QUELLE EST LA FRONTIÈRE ENTRE PRÉSENT D'USAGE ET DON MANUEL ?



Stéphane Jacquin,
Associé-Gérant, Responsable
de l'ingénierie patrimoniale

L'article 843 du Code civil prévoit que tout héritier venant à une succession doit rapporter à ses cohéritiers tout ce qu'il a reçu du défunt. Cette règle du rapport à succession s'applique aux dons manuels. Elle est destinée à assurer l'égalité entre les héritiers.

L'article 852 du Code civil prévoit, au contraire, que les présents d'usage ne doivent pas être rapportés.

La distinction entre don manuel et présent d'usage est donc importante au plan civil puisque le premier sera rapportable à la succession de celui qui le consent alors que le second ne le sera pas.

La distinction est également importante au plan fiscal puisqu'un don manuel sera taxable aux droits de mutation à titre gratuit sur le fondement des articles 757 et 784 du Code Général des Impôts alors qu'un présent d'usage ne le sera pas.

Dès lors, il convient de s'interroger sur la frontière entre l'un et l'autre. En deçà de quel montant la remise d'une somme d'argent à un enfant constitue-t-elle un cadeau et non un don manuel ? Y a-t-il une valeur maximale à ne pas dépasser pour que la remise d'un objet (bijoux, voiture, œuvre d'art) puisse être considérée comme un cadeau et non comme un don manuel ?

Avant de rechercher s'il existe une frontière en termes de montant entre présent d'usage et don manuel, il convient de souligner que pour qu'il y ait présent d'usage il faut que le don soit fait à l'occasion d'un événement où il est usuel de faire un cadeau (anniversaire, Noël, mariage, réussite à un examen...).

Un don qui intervient hors d'un événement particulier ne peut être qualifié de présent d'usage.

Ce principe est rappelé dans un arrêt de la 1^{re} chambre civile de la Cour de cassation en date du 25 septembre 2013. Dans cette affaire, la Cour de cassation a censuré une Cour d'Appel qui avait qualifié un don de présent d'usage sans préciser à l'occasion de quel événement et selon quel usage il avait été fait.

S'agissant du montant du présent d'usage, de sa valeur, l'article 852 du Code civil précise que « le caractère de présent d'usage s'apprécie à la date où il est consenti et compte tenu de la fortune du disposant ».

En premier lieu, il résulte de l'article 852 du Code civil que c'est à la date où le cadeau est fait qu'il y a lieu d'apprécier sa valeur et non ultérieurement.

Ce principe a été rappelé par la première chambre civile de la Cour de cassation dans un arrêt en date du 10 mai 1995. Dans cette affaire, la Cour de cassation a confirmé un arrêt d'appel qui avait considéré que la remise par un père à sa fille de 8 aquarelles d'une valeur globale de 70 000 francs (11 000 € environ) à l'occasion du mariage de cette dernière en 1975 constituait, compte tenu de la fortune du père et de leur valeur à cette date, un présent d'usage quand bien même sept des huit aquarelles avaient été vendues par la fille, 10 ans après son mariage, pour un prix de 5 620 000 francs (860 000 € environ).

En second lieu, il résulte de l'article 852 du Code civil que pour apprécier s'il y a présent d'usage ou don manuel, il convient de tenir compte de la fortune de celui qui fait le cadeau.

Le principe posé par le Code civil est donc que plus une personne est fortunée, plus elle peut faire des cadeaux importants sans s'appauvrir et donc sans que cela constitue un don manuel. Soulignons en effet que si un présent d'usage n'est pas rapportable à la succession de son auteur c'est parce qu'il ne constitue pas une libéralité, c'est-à-dire qu'il n'entraîne pas de dépaupement de son auteur.

En se fondant sur le principe de proportionnalité posé par l'article 852 du Code civil, la Cour d'Appel de Paris, dans un arrêt du 11 avril 2002 a considéré que des chèques de 100 000 francs

(15 000 € environ) remis par une mère à chacun de ses deux fils à l'occasion des fêtes de Noël pour eux et pour leur famille respective constituait des présents d'usage compte tenu de sa fortune. Dans cette même affaire, en première instance, les juges du Tribunal de Grande Instance de Paris avaient considéré que les chèques remis par la mère à chacun de ses fils pouvaient être considérés comme des présents d'usage à concurrence de 30 000 francs (4 500 € environ) mais devaient être regardés comme des dons manuels pour le surplus.

Malheureusement, l'examen de différentes jurisprudences rendues à l'occasion de contentieux entre héritiers ou avec l'administration fiscale ne permet pas d'établir une règle de proportionnalité par rapport aux revenus ou à la fortune du donateur. Dans l'affaire précitée, les chèques remis par la mère à ses fils représentaient 2,4 % de son patrimoine. Cela a paru excessif aux juges de première instance mais pas à ceux de la Cour d'Appel.

L'administration fiscale ne fixe pas davantage de principes de proportionnalité. Elle indique au contraire dans sa doctrine que « la qualification de présent d'usage pour un cadeau consenti résulte (...) d'un examen des circonstances concrètes de chaque affaire, incompatible avec l'application de critères normatifs préétablis » (décision de rescrit du 3 avril 2013).

Au surplus, il semble résulter de la jurisprudence de la Cour de cassation que la proportionnalité entre les revenus et la fortune de celui qui fait le cadeau et la valeur de celui-ci ne soit pas sans limite. En effet, dans un arrêt du 6 décembre 1988, la 1^{re} chambre civile de la Cour de cassation retient que les présents d'usage sont des cadeaux « n'excédant pas une certaine valeur » sans faire référence à la situation patrimoniale de l'auteur du don litigieux.

Au total, il apparaît donc qu'il n'est pas possible d'ériger une frontière claire entre présent d'usage et don manuel. En cas de contentieux, c'est au juge qu'il appartient d'apprécier si le cadeau fait à l'occasion d'un événement particulier constituait un présent d'usage ou si au contraire, compte tenu de son importance, il a généré un appauvrissement du donateur et doit être qualifié de don manuel.



DIVIDENDES : DE QUOI ÊTES-VOUS LE NOM ?

La période récente de stress économique a conduit de nombreuses voix à s'exprimer sur les dividendes, soulevant des interrogations. Quelques réponses avec **François de Saint-Pierre**, Associé-Gérant, Responsable de la Gestion Privée.

QU'EST-CE QU'UN DIVIDENDE ?

Un dividende est un transfert de liquidités de l'entreprise vers ses actionnaires. Par son activité et ses ventes, une fois payées toutes ses charges, les entreprises génèrent des liquidités qui leur permettent d'investir. Une fois ces investissements réalisés, il peut encore rester des liquidités qui trouvent alors plusieurs usages : le remboursement des dettes ou la croissance externe. Concomitamment, l'entreprise peut allouer tout ou partie de ces liquidités au paiement de dividendes.

La valeur de l'entreprise étant principalement constituée de sa capacité à générer du cash à long terme, la distribution de liquidités par l'entreprise vient diminuer d'autant sa valeur actuelle. Ainsi, une entreprise dont la valeur serait de 100, qui verse 5 de dividende, voit sa valeur réduite de 5 une fois le dividende détaché. Il n'y a donc aucune création de richesse par le mécanisme du paiement d'un dividende : il s'agit bien d'un simple transfert de liquidités de l'entreprise vers ses actionnaires. C'est un arbitrage pour ceux-ci entre une perte en capital – l'action passant de 100 à 95 – et le gain d'un revenu de 5.

Le dividende ne correspond donc pas à la rémunération des actionnaires. La seule richesse créée par cette opération est pour l'État, cette distribution donnant lieu à fiscalité. En France, et en retenant la situation la plus simple des personnes physiques, les impôts et les charges sociales cumulées sur les dividendes sont normalement de 30 %, si bien que l'État prélevant 1,5 (30 % de 5) l'actionnaire ne touchera que 3,5 mais perdra bien 5 en capital.

POURQUOI LES ENTREPRISES PAYENT-ELLES DES DIVIDENDES ?

Une entreprise peut se trouver avec une génération de liquidité excédentaire par rapport à ses besoins de financements. Elle peut juger ne pas devoir la conserver sauf à l'immobiliser sans rémunération ou à prendre le risque de lancer des projets de croissance susceptibles de dégrader sa rentabilité. En rendant ces liquidités aux actionnaires, elle confirme qu'elle est à l'optimum de son arbitrage rentabilité-croissance.

En effet, l'allocation du capital se fait normalement vers les projets ayant le meilleur couple rentabilité-croissance ajusté du risque pris. Comme il est du devoir du management et de la gouvernance de l'entreprise de s'assurer du bon usage des liquidités générées par l'entreprise, il est du devoir de ceux-ci, en l'absence de tels projets, de s'assurer de la réinjection de ces liquidités dans le système productif en le rendant aux actionnaires. Charge à eux de le consommer ou de le réinvestir dans les projets de leur choix.

Néanmoins, des stratégies financières peuvent contredire cette évidence. Dans les périodes de retournement cyclique, les entreprises génèrent moins de cash ou peuvent même en consommer et donc avoir besoin de liquidités. Dans ces périodes le système financier est aussi sous tension et les liquidités sont rares. L'accumulation de cash par une entreprise peut donc être une stratégie préventive valable, voire nécessaire, pour les entreprises cycliques qui veulent passer ainsi le cycle sans dommage. Pour les entreprises peu ou pas cycliques, ce peut être une stratégie d'autonomie financière permettant d'être actives et agiles dans les moments troublés.

Ainsi, certaines entreprises paraissent avoir des bilans « surcapitalisés » parce qu'elles disposent de cash net ou de niveau d'endettement très faible permis par une génération de liquidités importante et assez régulière qui n'est pas totalement retournée aux actionnaires.

Mais on trouve aussi d'autres stratégies. Berkshire Hathaway, créée et présidée par le célèbre Warren Buffett, a toujours réinvesti ou conservé le cash généré par son groupe et capitalise 470 milliards de dollars. Sans avoir jamais versé un dividende, ses actionnaires ont pourtant bien été associés à la création de richesses du conglomérat.

La politique de distribution de dividendes est donc bien le résultat de la position de l'entreprise dans le cycle, de sa stratégie globale et de sa tactique financière. Elle est proposée par le conseil d'administration et approuvée par les actionnaires qui en sont propriétaires.

En période de récession brutale et profonde, les conseils d'administration responsables vont évidemment bien évaluer la situation financière de l'entreprise avant de proposer un transfert de liquidités vers les actionnaires. Et éventuellement revoir les décisions qui ont été prises comme récemment au regard de la dégradation de l'activité.

POURQUOI LES ACTIONNAIRES PEUVENT VOULOIR DES DIVIDENDES ?

C'est à la nature des actionnaires qu'il faut s'intéresser et distinguer ceux qui ont une préférence pour la liquidité et une indifférence à la baisse du prix de leur action.

Au premier rang des institutionnels, on trouve les grands investisseurs que sont les fonds de pension et les assureurs. Ceux-ci ont des passifs à payer qu'ils assument avec les flux de revenus qu'ils perçoivent et donc les dividendes.

D'autres investisseurs ont pu s'endetter pour acheter des actions ; le paiement des intérêts, et le remboursement de tout ou partie du principal de leur dette d'acquisition doivent donc être couverts par les dividendes qu'ils reçoivent. Au centre de ce schéma se trouvent les fameux fonds de LBO (*Leverage Buy Out*).

Les personnes physiques peuvent aussi être demandeuses de dividendes, si elles sont indifférentes à la baisse du prix de l'action lors du détachement du dividende et si elles ont besoin de revenus. On trouve dans cette catégorie de nombreux actionnaires d'entreprises souvent familiales au départ ou des personnes souhaitant compléter une retraite. Enfin, nombre de créateurs et chefs d'entreprise se payent peu en salaires et complètent leurs rémunérations avec les dividendes, ce qui lie bien leur prospérité personnelle à leur succès.

Se focaliser sur le dividende comme étant le seul cœur de la rémunération de l'actionnaire est donc une erreur. C'est en fait une modalité de son droit de propriété. La politique de dividende en revanche mérite d'être bien construite et communiquée par les entreprises. Elle est un signal avancé de la croissance, de la profitabilité future et de la liquidité de l'entreprise.

Avertissement aux lecteurs

Cette lettre, de nature non contractuelle, vous est remise à titre d'information. Elle ne constitue ni une recommandation ni une offre d'achat ou de vente. Les instruments ou valeurs figurant dans cette lettre sont soumis aux fluctuations du marché et aucune garantie ne saurait être donnée sur leurs performances ou leurs évolutions futures. Les données statistiques historiques de source publique sont fournies à titre indicatif. Par ailleurs, certains instruments ou valeurs figurant dans cette lettre peuvent présenter des risques particuliers et ne sont pas adaptés à tous les investisseurs.

Il appartient donc à tout lecteur de cette lettre de mesurer de façon indépendante les risques attachés à ces instruments ou valeurs avant tout investissement. Les informations contenues dans cette lettre n'ont pas fait l'objet d'un examen ou d'une certification par le commissaire aux comptes de l'OPC ou des OPC concernés. Toute personne désirant investir dans les instruments ou valeurs mentionnés dans cette lettre est tenue de consulter le DICI visé par l'AMF remis à tout souscripteur ou disponible sur le site Internet www.lazardfreresgestion.fr.

Lazard Frères Gestion — Société par Actions Simplifiée — 25 rue de Courcelles 75008 Paris — 352 213 599 R.C.S. Paris — SIRET 352 213 599 00025
Contact : Marie Lambert — Tél. : 01 44 13 04 61 — Fax : 01 44 13 04 07 — www.lazardfreresgestion.fr

Illustration : Stéphane Manel — Crédit photos : Florian Kleinfenn, Istock — TERRE DE SIENNE

Suivez les experts de Lazard Frères Gestion sur [LinkedIn](#), sur [twitter](#) et sur notre blog :

www.lazardfreresgestion-tribune.fr