

# Les rachats d'actions

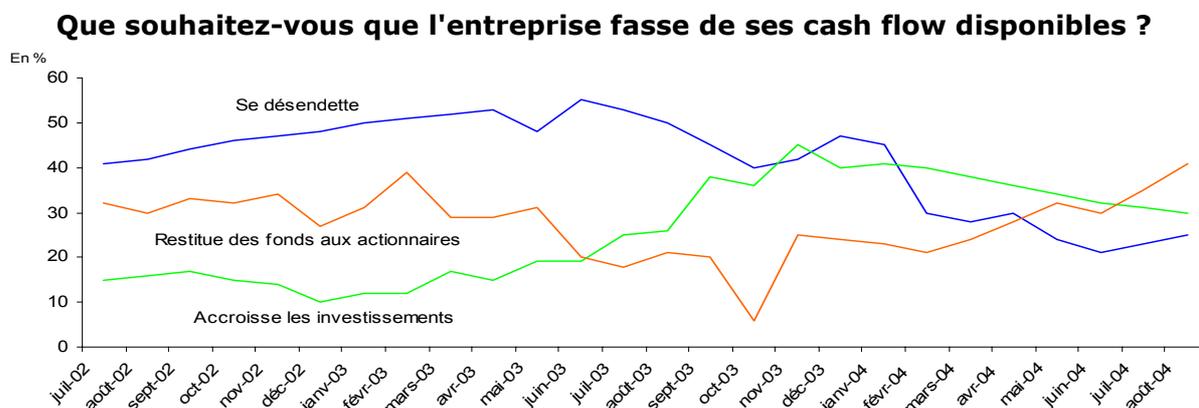
par Pascal Quiry et Yann Le Fur \*  
Article paru dans Les Echos du 28 octobre 2004

Un quidam qui se serait endormi il y a 20 ans et se réveillerait aujourd'hui serait tout ébahi de lire dans *Les Echos* un article consacré aux rachats d'actions. A une ère de pénurie de capitaux propres qui caractérisait les années 1980 a succédé une période où la gestion des capitaux propres, en particulier par le biais des rachats d'actions, est devenue quasiment aussi normale que la gestion du risque de change ! Que l'on en juge : en 2003, les sociétés du CAC 40 ont consacré 7,9 Md€ à des rachats d'actions, soit 56% du montant des dividendes qu'elles ont versés. Depuis 1999, Total, le champion français des rachats d'actions, a consacré 14,5 Md€ à cet effet, soit autant que la capitalisation boursière actuelle de Saint Gobain. Toujours en 2003, les 20 champions européens du rachat d'actions cotés en bourse ont ainsi rendu 27,7 Md€ à leurs actionnaires.

| Groupe                   | M€    |
|--------------------------|-------|
| UBS                      | 4 694 |
| TOTAL                    | 3 994 |
| DEUTSCHE BANK            | 2 075 |
| BP                       | 1 864 |
| GLAXOSMITHKLINE          | 1 504 |
| NOKIA                    | 1 355 |
| DIAGEO                   | 1 307 |
| ABN AMRO                 | 1 258 |
| ASTRAZENECA              | 1 076 |
| BRITISH AMERICAN TOBACCO | 1 071 |
| SANOFI SYNTHELABO        | 1 003 |
| AWG                      | 938   |
| BNP PARIBAS              | 825   |
| LAND SECURITIES          | 784   |
| AVENTIS                  | 736   |
| BOOTS GROUP              | 714   |
| RIUNIONE ADRIATICA       | 709   |
| DANSKE BANK              | 673   |
| NEXT                     | 601   |
| ROYAL BANK OF SCOTLAND   | 558   |

Source : Datastream

De la même façon, l'affectation préférée par les gestionnaires de fonds des cash flows disponibles de l'entreprise est devenue l'actionnaire devant le désendettement et l'investissement :



\* Professeur affilié et maître de conférence à HEC, co-auteurs de *Finance d'entreprise* par Pierre Vernimmen - Dalloz.

On ne peut donc manquer de s'interroger sur les raisons de ce phénomène, sur ses modalités pratiques et sur ses effets.

### **Pourquoi racheter ses actions ?**

Il n'y a de politique d'autofinancement intéressante que si l'entreprise investit ses fonds à un taux de rentabilité supérieur ou égal au coût moyen pondéré du capital, qui est le coût de l'argent mis à la disposition de l'entreprise. Pouvons le raisonnement jusqu'au bout de sa logique : tout euro secrété par l'entreprise ne doit y être réinvesti qu'à un taux de rentabilité au moins égal à celui exigé par les pourvoyeurs de fonds, le coût moyen pondéré du capital, sinon il y a destruction de valeur et il vaut mieux alors restituer cet euro.

D'un point de vue théorique, lorsque l'entreprise n'a plus de projets suffisamment rentables, elle doit non seulement distribuer tous ses bénéfices, mais aussi restituer tout ou partie de son capital. C'est la " décapitalisation ".

En outre, le financement du risque de l'entreprise doit être assuré par des capitaux propres. Sinon, l'entreprise prend le risque d'une crise de trésorerie grave au premier retournement de conjoncture. Par contre, lorsque l'entreprise a acquis une position stratégique suffisante sur son marché pour conserver une rentabilité et une valeur, il devient normal de réduire le financement par capitaux propres et d'accroître l'endettement. Les flux de trésorerie disponibles sont devenus assez sûrs pour pouvoir supporter les échéances fixes et régulières de l'endettement.

Les capitaux propres servent à prendre le risque de l'entreprise : il est normal que, lorsque celui-ci paraît maîtrisé, le relais soit pris partiellement par des capitaux d'endettement.

Microsoft illustre parfaitement ces éléments. Avec un flux de trésorerie disponible de 12 Md\$/an et une trésorerie nette de tout endettement bancaire et financier au 30 juin 2004 de 56 Md\$, le groupe était devenu la caricature de la mauvaise gestion financière. L'actionnaire de Microsoft n'attendait pas de Bill Gates qu'il se comporte aussi comme un gestionnaire de SICAV de trésorerie ! D'où l'annonce en juillet 2004 d'un dividende exceptionnel de 32 Md\$, d'un plan de rachat d'actions pour 30 Md\$ et d'un doublement du dividende annuel à 3,5 Md\$ purgeant ainsi Microsoft de 75 Md\$ sur les 4 prochaines années.

Le rachat d'actions est le moyen technique le plus simple pour atteindre ces deux objectifs.

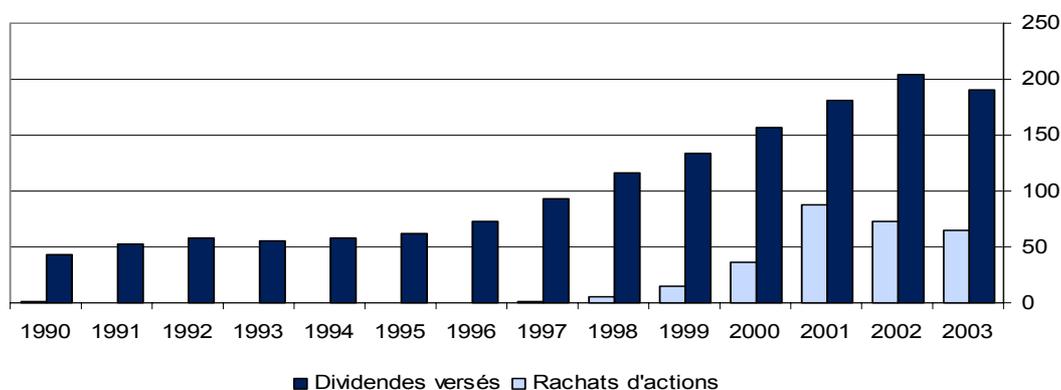
Face à ces deux principales motivations du rachat d'actions : rendre aux actionnaires des fonds devenus excédentaires et adapter la nature des financements à l'évolution du risque de l'actif économique, il existe une multitude d'autres explications contingentes :

- ⌘ Offrir une liquidité aux actionnaires que le marché boursier (si l'entreprise est cotée) ne peut parfois plus offrir. C'est ainsi que depuis 1999 Chargeurs a procédé à trois reprises à des rachats d'actions pour un total de 304 M€ portant sur 49% de son capital initial. A l'extrême, une société pourra quitter ou presque la bourse en proposant à ses actionnaires un rachat de leurs actions à l'instar de l'opération menée en 2003 par Brioche Pasquier ;
- ⌘ Conforter la participation d'un actionnaire qui ne participe pas à la réduction de capital. C'est ainsi que la famille Peugeot s'est reluée dans le capital du constructeur éponyme de 22,7 % en 1997 à 29,2 % actuellement, compensant ainsi les effets dilutifs sur son niveau de contrôle de l'augmentation de capital de 1987 qu'elle n'avait pas pu suivre et qui avait achevé de restaurer la structure financière du groupe ;

- Annuler les effets dilutifs du capital et/ou couvrir les plans de stock-options prenant la forme d'options d'acquisition d'actions. Ce fut jusqu'il y a peu la principale raison pour L'Oréal des rachats d'actions portant en moyenne sur 400 M€ par an ;
- Verser des liquidités aux actionnaires à moindre coût fiscal. En effet en France, les dividendes sont plus lourdement taxés pour les personnes physiques (34% au maximum à partir de 2005, la moitié du taux marginal plus 10% de cotisations sociales et assimilées) que les plus-values (26% sur la plus-value et non sur le flux perçu). Jusqu'à la réforme fiscale de l'an passé, la situation était identique aux Etats-Unis, ce qui était l'une des principales explications à la forte progression depuis le début des années 1980 des rachats d'actions dont le volume en 1999 était devenu supérieur à celui des dividendes.
- Verser des liquidités aux actionnaires à moindre coût pour les dirigeants détenteurs de stocks-options. Le versement d'un dividende fait mécaniquement baisser le cours de l'action du montant du dividende et donc abaisse d'autant l'espérance de gain sur les stock-options dont le prix d'exercice reste fixe. Le rachat d'actions n'a pas cet effet négatif sur la valeur des stock-options et laisse même croire aux naïfs qu'il fera monter le cours de l'action (puisque l'on en rachète!), oubliant que l'actionnaire peut avoir besoin de liquidités et que celui-ci devra vendre des actions pour en obtenir.

Pour atteindre ces objectifs, le dividende est moins approprié car il est synonyme de régularité, alors que le rachat d'actions est discrétionnaire, ponctuel, sans récurrence marquée, comme l'illustre le graphique des évolutions comparées depuis 1990 des dividendes et des rachats d'actions des principales sociétés européennes cotées :

**Dividendes et rachat d'actions en Europe (en Md€)**



Source : Datastream,

Après un pic en 2001, et dans une conjoncture économique dégradée, le volume des rachats d'actions se réduit en 2002 et 2003 mais pourrait bien repartir à la hausse en 2004 avec le retour d'une meilleure situation. En revanche, les dividendes versés ont à peine marqué le pas en 1993 et en 2003 et sont en progression constante depuis 1994.

## Comment racheter ses actions ?

Deux techniques principales s'offrent à l'émetteur français :

- ✍ Pour les sociétés cotées uniquement, le rachat sur le marché (au fil de l'eau) dans la limite de 10 % du capital et dans le cadre d'un programme de rachat d'action approuvé par l'assemblée des actionnaires <sup>(1)</sup>. La société doit avoir préalablement publié une note d'information visée par l'Autorité des Marchés Financiers ; la durée maximale du programme est de 18 mois. Les actions acquises peuvent être annulées (dans la limite de 10 % tous les 24 mois) et le prix de rachat s'impute d'abord sur le nominal des actions rachetées, l'excédent réduisant alors les réserves distribuables. Elles peuvent également être conservées par l'entreprise pour servir de monnaie dans le cas d'une acquisition ou être remis aux salariés en cas d'exercice de stock-options ; enfin elle peuvent être revendues sur le marché, la technique sert alors pour réguler le cours de l'action. Cependant si les actions ne sont pas annulées, on ne pourra réellement parler de réduction de capital.

Comptablement les actions acquises figurent dans les comptes consolidés en valeurs mobilières de placement à l'actif du bilan si elles ont été rachetées pour régulariser le cours de bourse ou en vue d'attribution aux salariés dans le cadre de stock-options. Elles sont déduites pour leur prix d'achat des capitaux propres dans les autres cas. Selon les normes IAS/IFRS et américaines, elles sont dans tous les cas de figure déduites du montant des capitaux propres consolidés ;

- ✍ L'offre de rachat ouverte à tous les actionnaires. Si la société est cotée, on parle alors d'offre publique de rachat (OPRA) par la société de ses propres actions<sup>(2)</sup>. Dans la pratique, le conseil d'administration, utilisant une autorisation qui doit lui avoir été donnée par l'AGE, propose à tous les actionnaires de leur racheter tout ou partie de leurs actions à un certain prix et ce pendant une certaine période (de l'ordre du mois). Si trop de titres sont présentés à l'offre, la société procède à une réduction proportionnelle des demandes de rachat. Si, au contraire, un nombre insuffisant de titres est présenté, elle rachète et annule alors toutes les actions proposées.

Mentionnons que dans certains pays européens, le rachat d'actions peut être réalisé par remise à chacun des actionnaires d'un bon de rachat d'action permettant de vendre à l'entreprise une action à un certain prix. Il s'agit d'une option de vente émise par l'entreprise. Cette solution du bon de rachat d'action (BRA) n'a jamais été mise en pratique en France, principalement pour des raisons fiscales.

L'entreprise peut aussi restituer à ses actionnaires des fonds par le biais d'une réduction du nominal des actions ou par remboursement de primes. Mais dans ce cas, il s'agit d'une opération qui concerne nécessairement tous les actionnaires et qui n'est donc pas susceptible de modifier l'actionnariat.

Notons enfin que, s'il est possible en droit français de procéder à des augmentations de capital réservées, l'inverse n'est possible qu'à l'unanimité des actionnaires et est, de ce fait, impossible pour une société cotée. Cependant dans le cadre d'un programme de rachat d'actions, l'entreprise peut racheter un bloc à un actionnaire important, c'est ainsi que la Seita avait racheté la participation de 5% de Bolloré dans son capital. Nexans a également facilité la sortie d'Alcatel de son capital en lui rachetant 4,9% de son capital.

---

<sup>(1)</sup> Une offre publique d'achat simplifiée peut également être lancée pour racheter des actions dans le cadre d'un programme de rachat.

<sup>(2)</sup> Notons qu'il est possible pour une société de procéder à un rachat de ses propres titres payé en titre d'une de ses filiales, on aboutit alors à une opération de scission partielle ou totale. Un exemple est la transaction Infosources/IXO.

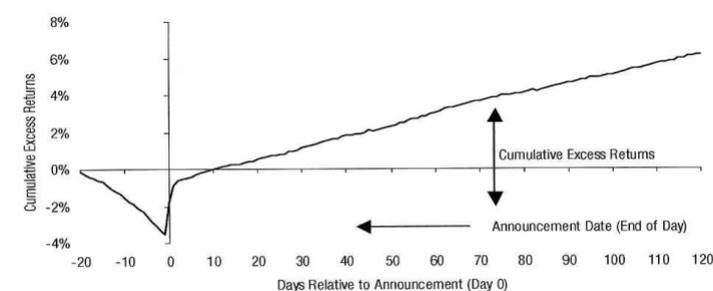
La réduction de capital induit une modification de la structure financière et donc une augmentation du risque des créanciers. Afin de les protéger, la loi leur confère la faculté, non de s'opposer à l'opération, mais d'obtenir le cas échéant la constitution de garanties supplémentaires ou le remboursement anticipé de leurs créances.

## Quels sont les effets des rachats d'actions ?

Les rachats d'actions ont de nombreux impacts, outre ceux sur l'actionnariat et la liquidité de l'action déjà mentionnés :

### - Impact sur la valeur de l'action

La plupart des études académiques ou professionnelles montrent que l'annonce d'un rachat d'actions s'accompagne d'une progression du cours de l'action supérieure de quelques pour cent à ce qu'elle aurait dû être sans cet événement. Ainsi Citigroup <sup>(2)</sup> chiffre cet excès de rentabilité à 6% quatre mois après l'annonce du rachat d'actions.



Source: Citigroup study conducted on a sample of companies that did share repurchases between 1991 and 2001.

Comment expliquer cette évolution ? Principalement par un effet signal et par un effet agence <sup>(3)</sup>.

- Le signal envoyé par un rachat d'actions est clair. Les dirigeants de l'entreprise, qui ont plus d'information que le marché sur l'état actuel et ses perspectives de celle-ci, procèdent à des rachats d'actions, parce qu'ils pensent, au vu des informations que n'a pas le marché, que l'action est sous-évaluée. Cette information est perçue comme crédible car on ne comprend pas pourquoi les dirigeants procéderaient à des rachats d'actions qui limitent leurs marges de manœuvre (par réduction de la trésorerie ou accroissement de l'endettement) si la situation de l'entreprise allait se dégrader à l'avenir.
- L'effet agence s'explique par la réduction de la marge de manœuvre dont disposent les dirigeants. L'argent rendu aux actionnaires par le biais du rachat d'actions est autant de fonds oisifs en moins, c'est-à-dire rapportant le taux de l'argent sans risque (placements de trésorerie) et non le coût du capital, ou qui auraient pu être consacrés à des diversifications hasardeuses ou à des investissements à valeur actuelle nette négative.

Bref, l'annonce d'un rachat d'actions est perçue soit comme porteuse de bonnes nouvelles à venir ou comme un soulagement !

<sup>(2)</sup> *Dividends and stocks buy backs*, juillet 2003.

<sup>(3)</sup> Pour plus de détails sur les thèmes de l'agence et du signal, voir le chapitre 35 de *Finance d'Entreprise* Pierre Vernimmen, Dalloz.

## - Impact sur le coût moyen pondéré du capital

Après plus de 45 ans de recherches académiques intensives dans le domaine de la structure financière idéale, le seul consensus qui se dégage est qu'il n'y a pas de consensus. Pour notre part, nous ne pensons pas qu'en modifiant le partage du financement de l'actif économique entre dettes et capitaux propres, le rachat d'actions soit susceptible de modifier de façon sensible, et plus concrètement d'abaisser le coût du capital de l'entreprise. Sinon pourquoi tant d'entreprises aux excellentes performances opérationnelles et qui ne craignent pas la faillite comme Nestlé, General Electric, Toyota, L'Oréal, ... très faiblement endettées n'ont-elles pas déjà procédé à des rachats d'actions massifs ?

## - Impact sur le bénéfice par action

Le rachat d'actions par l'entreprise entraîne une augmentation (relution) du BPA lorsque l'inverse du PER est supérieur au taux d'intérêt de l'endettement (ou des placements) après impôt. Dans le cas contraire, il y a dilution du BPA. Ceci est totalement mécanique.

Le calcul de l'évolution du bénéfice par action est certes intéressant, mais que ce n'est pas un indicateur de création de valeur. Le problème n'est pas de savoir si la réduction de capital va entraîner ou non une dilution du BPA qui est mécanique, mais de savoir :

- ✍ si le prix auquel elle est réalisée est inférieur ou non à la valeur estimée de l'action ;
- ✍ si l'accroissement du poids de la dette va se traduire par des meilleures performances des dirigeants ;
- ✍ si les fonds ainsi rendus aux actionnaires avaient une rentabilité marginale dans l'entreprise inférieure au coût du capital.

Ce sont les trois sources de création de valeur d'une réduction de capital.

## - Impact sur la rentabilité des capitaux propres

Le rachat d'actions n'a naturellement pas d'effets sur la rentabilité de l'actif économique mais conduit à une amélioration de la rentabilité des capitaux propres tant que le coût de l'endettement après impôt contracté pour financer le rachat d'actions reste inférieur à la rentabilité économique. On retrouve ici le concept de l'effet de levier <sup>(4)</sup>.

## - Impact sur la solvabilité

Mis à part le cas extrême du LBO qui est un rachat d'actions massif financé par endettement avec un changement d'actionnaire contrôlant, le rachat d'actions porte rarement sur des montants tels que la solvabilité de l'entreprise soit significativement affectée.

Des chercheurs <sup>(5)</sup> ont montré que seuls les obligataires d'entreprises notées en-dessous de BBB (c'est-à-dire *non investment grade*) pouvaient supporter des pertes visibles à l'annonce d'un rachat d'actions.

---

<sup>(4)</sup> Pour plus de détails sur l'effet de levier, voir le chapitre 18 de Finance d'entreprise par Pierre Vernimmen Dalloz.

<sup>(5)</sup> W. Maxwell, C. Stephens : The wealth effects of repurchases on bondholders – Journal of Finance octobre 2003.

## Résumé

De moins en moins exceptionnel, le rachat d'actions est une opération normale de réallocation des liquidités de secteurs et de groupes à maturité vers de nouveaux secteurs ou vers des entreprises en plein développement.

Le lecteur doit aujourd'hui considérer que la réduction de capital est une opération qui "signale" que les dirigeants se préoccupent de l'intérêt des actionnaires et que, faute d'opportunités intéressantes, ils distribuent exceptionnellement aux actionnaires un flux de trésorerie important. Ils évitent ainsi de détruire de la valeur.

Opération financière médiatisée, elle a sans doute plus d'impact qu'un accroissement de dividendes qui pourrait de plus signaler une modification durable de la politique de dividendes.