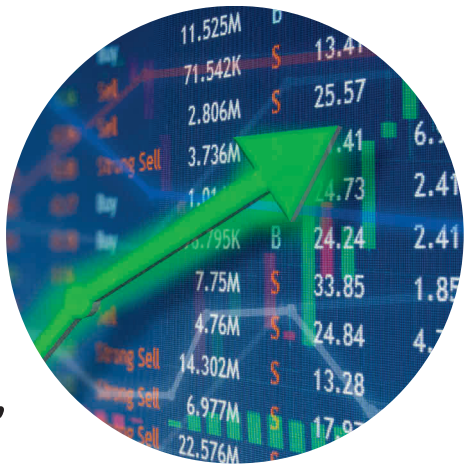


RACHATS D'ACTIONS

Une surperformance logique qui a peu à voir avec les soupçons d'initiés

Les rachats d'actions ne soutiennent pas artificiellement les cours de Bourse. Ils résultent avant tout de la rentabilité des entreprises et de leur capacité à restituer des capitaux dont elles n'ont pas besoin pour financer leur croissance. Les pratiques européennes n'ont rien à voir avec celles du marché américain, et ne justifient en rien un renforcement de leur supervision.



Pascal Quiry

Professeur de finance
Titulaire de la chaire BNP Paribas

HEC Paris

Coauteur du *Vernimmen* (Dalloz, Wiley)
Investisseur en actions cotées et non cotées

Dans un article récent[1], Pierre-Henri Leroy et l'association Éthique et Investissement s'interrogent sur le succès rencontré par les rachats d'actions et soupçonnent, au moins aux États-Unis, les actionnaires salariés de céder leurs actions au moment où ils savent que l'entreprise initie un plan de rachat d'actions. En conséquence, ils suggèrent un renforcement de la régulation en Europe, en particulier de la directive Abus de marché (MAR), et de nouvelles actions de l'AMF dans ce domaine. Le raisonnement suivi est contestable et les propositions de durcissement de la régulation dans ce domaine en Europe paraissent infondées.

À quoi servent principalement les rachats d'actions ?

Rappelons d'abord que le rôle premier des rachats d'actions est de rendre aux investisseurs des capitaux propres générés par l'entreprise via des résultats, parfois transitoires, dont elle n'a pas l'utilité dans son activité. Si l'un des plus gros racheteurs d'actions en France, L'Oréal, 23,2 milliards d'euros depuis 2004, n'avait pas fait de rachats d'actions, ce groupe aurait de la trésorerie, non pour 9,9 milliards d'euros comme au 31 décembre 2025, mais pour 32,1 milliards d'euros, dont il ne saurait que faire, ayant pu réaliser tous les investissements qu'il souhaitait. Les excédents auraient été placés par l'entreprise sur le marché monétaire, ce qui revient à détruire des capitaux propres, alors que le rachat d'actions permet aux investisseurs actionnaires de l'entreprise d'investir ces fonds dans des entreprises ayant besoin de capitaux propres pour financer leur croissance organique ou externe.

A contrario, les 13 Caisses régionales du Crédit Agricole cotées en Bourse illustrent bien ce qui se passe lorsque l'entreprise laisse s'accumuler des capitaux propres oisifs qu'elle ne trouve pas à utiliser dans son métier : la valeur des actions dégringole ! Ainsi, la Caisse de Loire-Haute Loire[2], dont le ratio CET 1 est de 34,2 % – soit deux fois plus que ses confrères mutualistes œuvrant dans le même territoire –, est cotée en Bourse avec une décote de 77 % (*sic*) sur le montant de ses capitaux propres comptables, ce qui la met au dernier rang des banques cotées en Europe.

Sauf exception, le but premier des rachats n'est pas – contrairement à une idée très répandue, mais fausse – de soutenir les cours. Dans l'exemple de L'Oréal, la moitié des rachats d'actions (11,8 milliards d'euros) a eu lieu depuis fin 2021, et le cours actuel de L'Oréal est inférieur de 10 % au niveau de fin 2021. On fait mieux en matière de soutien des cours !

Un impact significatif ou marginal sur les cours ?

Pierre-Henri Leroy souligne que les rachats d'actions aux États-Unis ont atteint un record de près de 1 000 milliards de dollars. Impressionnant ? Pas tant que cela, car la capitalisation boursière des entreprises cotées sur les marchés boursiers américains est de l'ordre de 67 000 milliards de dollars. Autrement dit, les rachats d'actions annuels aux États-Unis portent sur environ 1,5 % de la capitalisation boursière totale et représentent 1 % des échanges (un peu moins de 100 000 milliards de dollars en rythme annuel). Comment peut-on croire que des achats portant en moyenne sur 1 % des transactions peuvent pousser significativement et durablement à la hausse les cours de Bourse ? D'autant que, développement de la gestion passive aidant, tout rachat d'actions réduit naturellement la part du flottant de l'entreprise, donc sa pondération dans les grands indices suivis par la gestion passive, ce qui déclenche de ce fait des ordres de vente de sa part, réduisant encore l'impact positif sur les cours, s'il existait, des rachats d'actions.

Ne pas confondre cause et conséquence

Constater que les sociétés qui rachètent le plus leurs actions surperforment les indices boursiers est une forme de

[1] « Rachats d'actions, la surperformance qui interroge », *Revue Banque* n° 920, octobre 2026, p. 56.

[2] Dont je suis détenteur de titres de capital (certificats coopératifs d'investissement) cotés en Bourse.

Archives

sophisme, car on confond la cause et la conséquence. C'est parce que les entreprises ont de très bons résultats que leurs cours surperforment l'indice. Et comme elles ont de très bons résultats, elles font des rachats d'actions, voire plus de rachats d'actions que prévu ou que précédemment. À l'inverse, l'entreprise qui va médiocrement bien ne va pas faire de rachats d'actions parce qu'elle ne génère pas de flux de trésorerie excédentaire compte tenu de ses difficultés. Et comme elle va médiocrement bien, elle sous-performe l'indice. Ainsi, LVMH et L'Oréal surperforment Air France et Atos, mais ce n'est pas parce que les deux premiers groupes font du rachat d'actions et pas les deux derniers. C'est parce que la situation économique et financière de LVMH et de L'Oréal est bonne que, dans la durée, ils surperforment l'indice ; et que leur situation économique et financière leur permet de faire des rachats d'actions. Et si Atos et Air France sous-performent l'indice, c'est que leur performance économique et financière est au mieux médiocre et que de ce fait, ils ne peuvent pas se permettre de faire des rachats d'actions, car ils ne génèrent pas des flux de trésorerie ou des résultats dont ils ne sauraient que faire dans leurs activités.

Large rémunération en actions dans la tech américaine

Sur les Bourses des États-Unis, il est bien connu que les entreprises de technologie rémunèrent leurs salariés pour une part significative *via* l'octroi d'actions gratuites/stock-options/primes indexées sur le cours de Bourse. À titre d'exemple, en 2025 Uber rémunère en actions ou équivalent ses 34 000 salariés pour en moyenne 54 000 dollars, mais probablement beaucoup, beaucoup plus pour les salariés du département clé de R&D et technologie, qui concentre 60 % des 1 826 millions de dollars comptabilisés en salaires payés en actions en 2025. Puisque les rémunérations en actions de ces salariés font 32 % des coûts de ce département[3], la part payée en actions dans la rémunération de ces salariés doit probablement tangenter la moitié de leur rémunération totale. Soit donc égaler le montant de leurs salaires versés en numéraire. Et l'on comprend mieux pourquoi la valeur de tous les avantages accordés aux salariés en actions et produits assimilés représente par action Uber une valeur de 31 dollars[4], alors qu'une action Uber vaut actuellement[5] 68 dollars !



Ces rémunérations fondées sur des actions passent en charges dans le compte de résultat et ont comptablement, dans le bilan d'Uber, une contrepartie en capitaux propres supplémentaires. Parallèlement, Uber procède à des rachats d'actions, 6,5 milliards de dollars en 2025, pour neutraliser l'impact dilutif de ces rémunérations payées en actions. Ces rachats n'ont représenté que 5 % de la capitalisation boursière d'Uber (140 milliards de dollars) et 1,8 % des transactions annuelles (364 milliards de dollars sur les 12 derniers mois). Là encore, on peine à croire qu'un si faible volume soit, en lui-même, capable de pousser durablement les cours à la hausse.

Les principaux cadres d'Uber bénéficient-ils d'un avantage dont ne bénéficieraient pas les autres actionnaires en cédant leurs titres au moment où Uber fait des rachats d'actions, comme le craint Pierre-Henri Leroy ? On pourrait partager son avis si les rachats étaient concentrés sur une période particulière de l'année, mais en 2025 Uber a racheté des titres chaque mois. On pourrait prêter foi à cette crainte si les salariés dirigeants d'Uber cédant leurs titres ne devaient pas aussi soumettre leurs cessions à l'approbation préalable de l'équipe interne de conformité.

Rémunération en actions marginale dans la tech européenne

Comparons maintenant cette situation états-unienne avec ce qui est observé en Europe où il est établi que la rémunération en actions et produits assimilés des salariés est beaucoup plus faible qu'aux États-Unis. Illustrons ce propos avec la plus grande capitalisation boursière de la technologie européenne, ASML. En 2025, la part de la rémunération des 44 000 salariés payées en actions a été de 3 % pour 202 millions d'euros, soit 4 600 euros par salarié. On est très loin des 1 826 millions de dollars (et des 54 000 dollars par salarié) d'Uber, pourtant 5 fois plus petit par sa capitalisation boursière que ASML !

Et si ASML a émis de nouvelles actions à destination de ses salariés en 2025, c'est pour 0,1 % de ses titres en circulation, pourcentage similaire aux années précédentes. On est donc loin des 2 à 3 % annuels observés chez Uber !

Deux mondes différents

Pourquoi réguler les sociétés cotées européennes comme si elles se comportaient comme leurs consœurs cotées américaines ? Entre les États-Unis et l'Europe, on est clairement dans deux mondes totalement différents, séparés par beaucoup plus qu'un océan, avec des entreprises de technologie qui ne représentent que 8 % de la capitalisation boursière européenne, contre 40 % aux États-Unis.

Il nous paraît donc non fondé de vouloir accroître la régulation pesant sur les entreprises cotées européennes, au prétexte de situations que l'on observe largement aux États-Unis, et marginalement en Europe. Tout ceci sur la base d'un sophisme qui voudrait que les sociétés rachetant leurs actions surperforment le marché, alors que la cause de la surperformance n'est pas dans le rachat d'actions, mais dans leurs très bonnes performances économiques et financières qui permettent les rachats d'actions. ■

[3] Ce département a d'autres coûts que les coûts salariaux : bâtiments, autres charges et services externes, dotations aux amortissements, etc.

[4] Source : Rapport annuel 2025, page 107.

[5] Cours au 7 octobre 2026.

Archives