

Le rachat de leurs propres actions par les sociétés cotées en bourse : bilan d'une pratique nouvelle en France.

Dominique Poincelot - Université de Franche-Comté

Alain Schatt - Université de Franche-Comté

Résumé :

Après avoir discuté des principales évolutions réglementaires en juillet 1998, nous analysons le contenu de 227 programmes de rachats d'actions en France entre septembre 1998 et juin 1999. Nous constatons que les dirigeants annoncent (essentiellement) de tels programmes afin de régulariser les cours en bourse. Ainsi, les préoccupations des dirigeants semblent relativement éloignées de celles des autorités de marché.

Mots-clés :

Rachats d'actions – Réglementation – Motivations des dirigeants

Correspondance :

Dominique Poincelot et Alain Schatt

U.F.R. S.J.E.P.G.

Avenue de l'observatoire

25030 Besançon cedex

e-mail :

dominique.poincelot@univ-fcomte.fr

alain.schatt@univ-fcomte.fr

Le rachat de leurs propres actions par les sociétés cotées en bourse : bilan d'une pratique nouvelle en France.

Le rachat de ses propres actions par une société est une pratique fréquente aux Etats-Unis ainsi qu'en Grande-Bretagne depuis plusieurs décennies et représente des montants importants. En France, ces opérations étaient placées sous le joug d'une interdiction réglementaire assortie d'exceptions jusqu'à juillet 1998. Pour les autorités, il était difficilement concevable qu'une société soit son propre actionnaire. Depuis cette date, une nouvelle loi accorde une plus grande souplesse aux sociétés. Reprenant les propositions du rapport Esambert, celle-ci autorise désormais les rachats d'actions en deçà de 10% du capital quels qu'en soient les motifs, dès lors que la société respecte une procédure d'information et d'intervention en bourse ¹.

En l'espace d'un an, de très nombreuses entreprises françaises ont lancé des programmes de rachats d'actions. Après avoir présenté le nouveau cadre réglementaire dans une première partie, nous dressons un premier bilan de ces opérations dans une seconde partie. A partir des prospectus d'informations publiés par les sociétés, nous identifions les principales caractéristiques de 227 programmes de rachat lancés entre septembre 1998 et juin 1999. Les motivations et les prix de rachat font l'objet d'une attention particulière, en distinguant les sociétés cotées au Premier marché et celles cotées aux Second et Nouveau marchés.

1. L'évolution de la réglementation.

Jusqu'à une date récente, la réglementation française sur les sociétés commerciales (loi du 24/07/1966) reposait sur le principe de l'interdiction de la souscription, de l'achat et de la

¹ Pour une présentation de l'évolution réglementaire et fiscale, ainsi qu'une discussion du problème de la création de valeur liée aux rachats d'actions, nous invitons le lecteur à se référer au numéro spécial (121) de la Revue du Financier consacré à ce thème.

prise en gage par une société, soit directement, soit indirectement de ses propres actions. L'hostilité du législateur tenait à la volonté de se conformer au principe de l'égalité des actionnaires et de la protection des créanciers. Ainsi, une société ne pouvait être à la fois créancière et débitrice d'elle-même, sans porter atteinte à l'intangibilité du capital social, seul gage des créanciers sociaux. Toutefois, cette interdiction de rachat était assortie d'exceptions (article 217 de la loi), prévalant dans les situations suivantes :

- la réduction du capital dès lors qu'elle n'est pas motivée par des pertes ; dans ce cas, la lourde et contraignante procédure d'offre publique de rachat (OPRA) devait s'appliquer ;
- la participation des salariés aux résultats par attribution d'actions ou d'options sur actions ;
- les opérations de régularisation des cours pour les sociétés cotées en bourse.

Cette position restrictive du législateur apparaissait plutôt singulière et la réforme de la loi a été jugée nécessaire car la France ne pouvait rester à l'écart de telles pratiques en plein essor à l'étranger. L'argument de base en faveur de l'assouplissement de cette réglementation, exprimé dans le rapport Esambert (COB, janvier 1998) est de favoriser une meilleure allocation du capital dans l'économie. Les sociétés doivent adapter leur surface financière à leurs métiers et restituer le plus de valeur possible aux actionnaires. En cela, la diminution du capital est désormais un acte de gestion, d'une gestion à " flux tendu du capital ".

Le rachat d'actions constitue une modalité particulière de remontée de trésorerie vers les actionnaires et le contexte économique est favorable à de telles opérations : les trésoreries des grandes entreprises sont excédentaires et les taux d'intérêt sont historiquement bas. Pour de nombreuses entreprises disposant de liquidités et en l'absence d'opportunités d'investissements rentables, ou désireuses de recentrer leur activité sur leur métier d'origine, il serait judicieux de pouvoir réduire le capital social. Le rachat d'actions répondrait à cette volonté tout en s'inscrivant dans la promotion des intérêts des actionnaires. En effet, contrairement à la distribution de dividendes, le rachat d'actions suivi d'une annulation des titres

rachetés génère un “ effet de relution ” (par opposition à la dilution), c’est-à-dire une amélioration mécanique du bénéfice par action liée à la réduction du nombre d'actions en circulation.

Suite aux propositions du rapport Esambert et se fondant sur une directive européenne datant du 13/12/1976, le législateur a retenu le principe de l'autorisation des rachats de ses propres actions, rapprochant ainsi la législation française du corpus juridique anglo-saxon ⁽²⁾. Ainsi, la loi du 2 juillet 1998 autorise les rachats d’actions indépendamment de toute réduction de capital, dans la limite de 10% du capital. Par rapport à l'ancienne législation, les principales évolutions se traduisent de la façon suivante :

- la procédure d’offre publique de rachat est simplifiée, mais reste de vigueur pour les opérations structurelles portant sur plus de 10% du capital ;

- en deçà de 10% du capital, il s’agit d’opérations de gestion financière. Les sociétés cotées en bourse ont la possibilité d’intervenir librement sur le marché pour racheter leurs actions par ramassage en bourse, pendant une durée maximale de 18 mois. Sous réserve des conditions d’interventions en bourse, une société a désormais toute latitude pour acquérir, transférer, céder ses propres actions par tous moyens (intervention sur le marché de gré à gré, par blocs ou produits dérivés). Qui plus est, la société peut conserver les actions achetées en abandonnant ses droits aux dividendes et ses droits de vote.

Afin de garantir la transparence des opérations de ramassage pour les sociétés cotées en bourse et pour éviter que les interventions des émetteurs entravent le fonctionnement régulier du marché, le législateur a prévu d’encadrer la procédure de rachat sur le marché. Le volume quotidien d’intervention, les moments d’intervention et les prix de transaction sont précisés dans le règlement 98-03 de la COB relatif aux interventions des émetteurs sur leurs propres titres.

² Pour une comparaison entre le droit U.S et le droit français, nous invitons le lecteur à consulter l’article de Poitral (1991).

L'article 7 du règlement distingue les interventions sur les titres cotés en continu et ceux cotés au fixing. Il précise que, dans les deux cas, ces opérations doivent obéir aux conditions suivantes :

- elles sont situées à l'intérieur de la fourchette définie par le cours le plus bas et le plus élevé atteints au cours de la séance de bourse,
- elles ne peuvent être réalisées à un prix supérieur au cours de bourse quand les transactions sont réalisées par cession de blocs,
- elles sont effectuées par un seul intermédiaire par séance de bourse, sauf pendant la période située entre l'annonce d'une d'émission et un mois après la cotation des titres émis lorsqu'elles sont faites en vue d'assurer la bonne fin de cette émission.

Par ailleurs, le législateur interdit les interventions aux périodes où les émetteurs sont susceptibles de dévoiler une information privée. Il précise (article 8 du règlement) que l'émetteur doit s'abstenir d'intervenir sur ses propres titres :

- pendant une période de quinze jours précédant la date à laquelle ses comptes consolidés, ou à défaut ses comptes annuels, sont rendus publics,
- pendant la période comprise entre la date à laquelle l'émetteur a connaissance d'une information qui, si elle était rendue publique, pourrait avoir une influence significative sur le cours des titres de l'émetteur et la date à laquelle cette information est rendue publique.

Comme l'ont remarqué Martin et Laurent-Bellue (1999), ces restrictions ne permettent probablement pas de "faire le tri entre des informations qui sont privilégiées, au sens de la loi pénale et de la réglementation de la COB, c'est-à-dire pour l'essentiel susceptibles d'influer sur le cours de bourse si elle était révélées, et celles qui ne présentent pas ces caractéristiques".

La mise en œuvre d'un programme de rachat par ramassage doit faire préalablement l'objet d'une autorisation spécifique par l'assemblée générale ordinaire des actionnaires ⁽³⁾ sur la base d'une note d'information soumise au visa de la COB. Cette note doit être établie et mise à la disposition des personnes appelées à autoriser le programme au plus tard quinze jours avant leur décision. L'article 2 du règlement 98-02 relatif à l'information à diffuser à l'occasion des programmes de rachat, précise que cette note doit indiquer :

- les finalités du programme de rachat,
- l'utilisation des titres rachetés,
- la durée et le calendrier du programme de rachat,
- la part maximale du capital que l'émetteur se propose d'acquérir et le montant maximal des fonds destinés à la réalisation du programme,
- les modalités de financement du programme de rachat,
- les éléments permettant d'apprécier l'incidence du programme sur la structure financière, les résultats de l'émetteur, la valeur de l'actif net et le bénéfice net, par titre de capital,
- la répartition du capital de l'émetteur faisant apparaître les titres qu'il détient directement ou indirectement,
- les intentions de la personne contrôlant, seule ou de concert, l'émetteur,
- les régimes fiscaux des rachats.

Il faut préciser que la société, qui lance un programme de rachat de ses propres actions, n'est nullement obligée de préciser dans cette note d'information le prix par action, contrairement à l'offre publique de rachat, ni même un prix maximal de rachat. Selon Martin et Laurent-Bellue (1999), cette absence d'obligation d'annonce d'un prix maximal s'explique par la durée de l'autorisation consentie et la variabilité des cours de bourse, qui aboutirait à priver toute délégation de rachat d'actions aux dirigeants de ses effets.

³ L'assemblée générale extraordinaire des actionnaires doit statuer en cas d'annulation des actions

La diffusion de cette note est assurée soit par un envoi nominatif, soit par sa publication dans au moins un quotidien d'information financière national. La collecte et l'analyse des informations publiées dans deux quotidiens français font l'objet de la seconde partie de ce travail.

2. Les caractéristiques des programmes de rachat.

En l'espace d'un an, des centaines d'entreprises ont lancé des programmes de rachats d'actions. Pour les caractériser, nous avons collecté 227 annonces de programmes réalisées entre septembre 1998 et juin 1999. Celles-ci ont été relevées dans les deux principaux quotidiens économiques et financiers français : Les Echos et La Tribune Desfossés. Sur les 227 annonces :

- 104 concernent des sociétés cotées au Règlement Mensuel (RM), soit 45,81% des annonces ;
- 13 au Marché Comptant (MC), soit 5,73 % des annonces ;
- 91 au Second Marché (SM), soit 40,09 % des annonces ;
- 19 au Nouveau Marché (NM), soit 8,37 % annonces.

Les programmes de rachat portent en moyenne sur 8,4% des actions, sachant qu'une société sur deux ne possède pas encore d'actions au moment de la publication de la note.

Nous avons distingué deux groupes de sociétés. Le premier comprend 117 annonces faites par les sociétés cotées au Premier marché (RM et MC) et le second 110 annonces faites par les sociétés du Second et Nouveau marché (SNM). Nous pensons que les programmes de rachat présentent des caractéristiques différentes (en termes de motivations et de prix de rachat) selon le groupe de cotation pour plusieurs raisons :

- dans les “petites ” sociétés, le capital est plus fortement concentré entre les mains des actionnaires majoritaires. Or, de nombreuses sociétés familiales, dirigées par les actionnaires majoritaires sont cotées au SNM ;

- l’asymétrie d’information est plus forte entre les investisseurs et les “ petites ” sociétés (cotées au SNM) qu’entre les investisseurs et les “ grandes ” sociétés (cotées au PM) ;

- le “ flottant ” et le nombre de transactions sont plus faibles pour les “petites ” sociétés cotées.

2.1. Les motivations annoncées par les sociétés.

Les motivations trop générales figurant dans les notes, telles que “ conservation, transfert, ou cession des titres ” ou “ gestion financière de la société ” ont été supprimées. Nous avons uniquement conservé quatre motivations précises, avancées explicitement par les dirigeants pour justifier de telles opérations. Il s’agit de la régularisation des cours ; de l’attribution d’actions (ou d’options sur actions) aux salariés et/ou aux dirigeants ; du financement de la croissance externe par l’échange de titres rachetés ; de l’optimisation du bénéfice par action et de la richesse des actionnaires.

Dans chaque note d’information, un ou plusieurs objectifs sont avancés et cités par ordre de priorité. Pour chaque objectif, les fréquences cumulées sont présentées dans le tableau 1.

Tableau 1.

Motivations annoncées pour les 227 programmes rachats d’actions

Objectifs annoncés	Ordre d’annonce			
	1	1 et 2	1,2 et 3	1,2,3,4
1/ Régularisation des cours	75,3 %	85,9 %	88,5 %	92,1 %

2/ Attribution d'actions et/ou d'options aux dirigeants et/ou salariés	8,4 %	42,7 %	59,0 %	69,2 %
3/ Financement de la croissance externe par échange d'actions	4,0 %	28,6 %	54,6 %	66,5 %
4/ Optimisation du bénéfice par action et/ou de la richesse des actionnaires	7,9 %	11,0 %	19,8 %	28,2 %

En ce qui concerne l'échantillon total, le principal objectif avancé par les entreprises est la régularisation des cours. Citée par plus de 9 sociétés sur 10 (92,1 %) dans un ordre quelconque, il est prioritaire dans 75,3% des cas et même, l'unique objectif dans 38 programmes. Par ailleurs, certaines entreprises demandent une autorisation de rachat de 10%, mais annoncent qu'elles ne rachèteront probablement qu'un pourcentage d'actions plus faible (2% ou 3%) pour réguler les cours. Il s'agit notamment d'entreprises du SNM qui possèdent un flottant relativement faible.

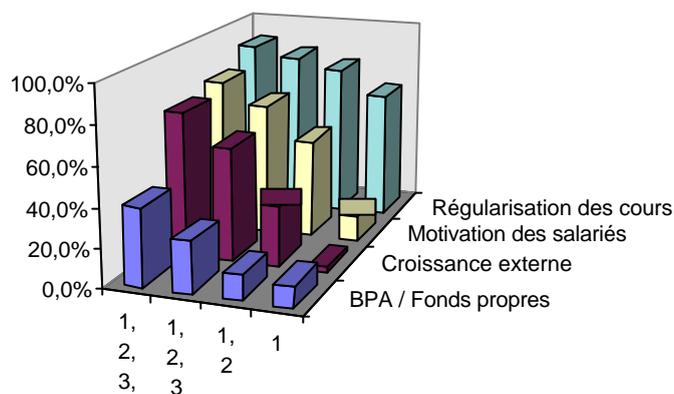
Le deuxième objectif cité est l'attribution d'actions et/ou d'options sur actions aux salariés et aux dirigeants. Au total, près de 7 entreprises sur 10 (69,2%) l'annoncent, dont un tiers en seconde position. De la même manière, environ 7 entreprises sur 10 (66,5%) évoquent l'objectif de croissance externe, dont un quart en seconde position. La maximisation du BPA (par annulation d'actions) et de la richesse des actionnaires concerne moins d'un tiers des entreprises étudiées (28,2%). Il s'agit d'un résultat surprenant, puisque la réglementation a évolué pour permettre aux entreprises de restituer le plus de valeur possible aux actionnaires.

Il est intéressant de souligner que pour les trois principaux objectifs avancés, aucune annulation des actions n'est prévue : les actions sont destinées à retourner entre les mains d'investisseurs. Tout porte à croire que dans très peu de cas il faut s'attendre à un "effet de relation" suite aux rachats. Cependant, un rachat d'actions à des fins de régularisation des cours, qui permettrait de corriger une sous-évaluation par les investisseurs mal informés (Hamon, 1997), maximise véritablement la richesse des actionnaires. Si la hausse des cours est synonyme d'enrichissement, l'augmentation mécanique du bénéfice par action n'entraîne pas un enrichissement mécanique des actionnaires.

La distinction des groupes de cotation fait apparaître des objectifs disparates. Ainsi, une différence significative⁴ est mise en évidence entre les motivations des 117 sociétés cotées au PM et celles des 110 sociétés du SNM. Leurs motivations sont représentées graphiquement ci-dessous.

Graphique 1.

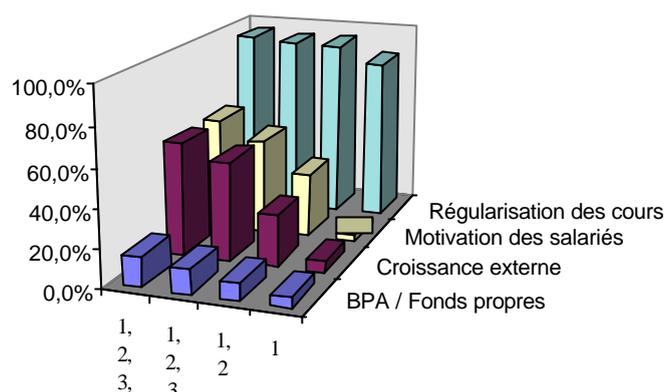
Motivations par ordre de priorité des 117 sociétés du PM



Graphique 2.

Motivations par ordre de priorité des 110 sociétés des SNM

⁴ Le test statistique du Khi-deux, significatif au seuil de 1%, permet de valider l'hypothèse de différence des motivations entre les deux sous-groupes.



La régularisation des cours est un objectif moins important pour les entreprises du PM, même s'il demeure majoritaire. En effet, uniquement deux tiers (66,1%) d'entre elles le citent en priorité contre 85,3% des entreprises du SNM et il est annoncé par 95,4% des entreprises du SNM contre 89% des entreprises du PM.

L'attribution d'actions ou d'options sur actions aux salariés et aux dirigeants est une raison prioritaire ou secondaire au rachat d'actions pour 50,8% des entreprises du PM contre 33,9% des entreprises du SNM. Globalement, si près de 8 sociétés sur 10 (78,8%) du PM l'évoquent, elles ne sont que 58,7% sur le SNM à avancer cette motivation.

L'importance du financement de la croissance externe par l'échange des titres rachetés varie également significativement selon le groupe de cotation. Au total, 73,7% des entreprises du PM l'évoquent contre seulement 58,7% des entreprises du SNM.

Enfin, l'accroissement du bénéfice par action est une des raisons du rachat d'actions pour 40% des entreprises du PM, même s'il n'est cité que par environ 10% des entreprises comme l'un des deux premiers objectifs. Seules 15% des entreprises du SNM sont concernées par cette motivation.

2.2. Les prix de rachat et de revente des actions.

Dans les prospectus d'informations, les prix de rachat et de vente extrêmes sont en général volontairement mentionnés. Nous avons analysé cette information en mesurant les écarts entre ces prix et le cours actuel des actions. Nous définissons le cours actuel comme le cours prévalant à la date du visa de la COB ⁵. Dans la mesure où certaines données sont manquantes dans les prospectus d'informations, l'étude ne porte que sur 194 entreprises, dont 92 sont cotées au PM et 102 sont cotées au SNM. Le tableau 2 présente les principales caractéristiques des écarts de prix.

⁵ Ces cours de bourse n'étant pas fournies dans les notes, nous avons collecté les cours du jour du visa de la COB ou, en l'absence de cotation, les cours de la veille. Le cours retenu est le cours moyen entre le cours d'ouverture et le cours de clôture.

Tableau 2.
Caractéristiques des écarts de prix annoncés par les entreprises

	Prix maximum / Prix actuel	Prix minimum / Prix actuel
Ensemble des entreprises	194	194
Moyenne	103,51 %	-31,05 %
Médiane	71,75 %	-32,06 %
Entreprises du Premier marché	92	92
Moyenne (1)	63,41 %	-33,25 %
Médiane	49,49 %	-33,37 %
Entreprises de SNM	102	102
Moyenne (2)	139,68 %	-29,07 %
Médiane	106,76 %	-30,93 %

- L'écart entre le prix maximum de rachat et le prix actuel.

Pour les 194 sociétés étudiées, en moyenne, le prix maximum est supérieur de 103,51% au prix actuel. Il est donc deux fois plus important que le prix actuel. La médiane nous indique que pour la moitié des entreprises, l'écart de prix est inférieur à 71,75 %. Des différences significatives⁶ sont constatées entre les entreprises du PM et celles du SNM.

Pour les 92 entreprises du PM, l'écart moyen est de 63,41% alors qu'il est de 139,68 % pour les 102 entreprises du SNM. Les prix d'achat maximum annoncés par les entreprises du SNM sont significativement supérieurs à ceux annoncés par les entreprises du PM.

- L'écart entre le prix actuel et le prix minimum de revente.

Le prix minimum de revente des actions est inférieur de 30% au prix actuel pour l'ensemble des entreprises étudiées. Nous ne constatons statistiquement aucune différence significative entre les écarts de prix minimum des sociétés du PM et ceux des sociétés du SNM.

3 - Conclusion.

Ce premier bilan sur une nouvelle pratique en France fait apparaître des résultats surprenants. Si de nombreuses sociétés ont profité du nouveau cadre réglementaire pour lancer des programmes de rachat de leurs propres actions, leurs motivations semblent s'éloigner de celles avancées par les autorités. En effet, la restitution de trésorerie aux actionnaires et la recherche d'un "effet de relation" ne constituent pas un objectif prioritaire parmi l'ensemble des objectifs exprimés explicitement par les dirigeants de sociétés.

L'étude de 227 notes d'informations publiées par les sociétés cotées sur le marché français montre que la principale motivation de ces programmes consiste à réguler les cours. Les motivations diffèrent selon le groupe de cotation : les sociétés du PM rachètent également leurs actions afin de motiver les salariés par attribution d'actions et de financer leur croissance externe par échange d'actions. Quant aux entreprises du SNM, la régularisation des cours les concerne d'avantage, puisque les autres motivations sont moins souvent citées.

Si la gestion "à flux tendu" du capital n'est probablement pas une préoccupation essentielle des dirigeants des sociétés cotées, il semble que la modification réglementaire a été utile, à en juger par le développement des opérations de rachat. Des travaux ultérieurs devront s'intéresser aux motivations implicites des dirigeants des sociétés et démontrer l'intérêt réel que présentent ces opérations de rachat pour les actionnaires et les diverses parties prenantes dans la vie des sociétés.

Bibliographie.

Esambert B., 1998, "Le rachat par les sociétés de leurs propres actions", *Commission des Opérations de Bourse*, 65 pages.

⁶ Les tests statistiques de différence de moyennes de Student (test paramétrique) et de Mann-Whitney (test non paramétrique) confirment une différence significative au seuil de 1%.

Hamon J., 1997, “Le rachat d’actions : une politique de valorisation des actions ? ”, Cahier de recherche du CEREG, Novembre.

Maréchal A., 1999, “Les rachats d’actions après la loi du 2 juillet 1998 ”, La Revue du Financier, 121, 5-12.

Marois B., 1999, “Le rachat d’actions : un instrument de gestion des capitaux propres ”, La Revue du Financier, 121, 2-4.

Martin J.Y. et Laurent-Bellue B., 1999, “ L’achat par une société de ses propres actions et la loi du 2 juillet 1998 ”, Dalloz Affaires, 144, 58-62.

Pajot J., 1999, “ Le rachat d’actions est-il créateur de valeur pour l’entreprise ? ”, La Revue du Financier, 121, 13-15.

Poitrinal F.-D., 1991, “L’auto-détention du capital. Approche comparative entre les droits français et américain ”, La Revue Banque, 518, juillet-août, 732-739.