

2. LES RACHATS PAR LES ENTREPRISES DE LEURS PROPRES ACTIONS : QUELLES LEÇONS PEUT-ON TIRER UN AN APRES LA REFORME ? QUEL IMPACT POUR LES ETABLISSEMENTS DE CREDIT COTES ?

Patrick Branthomme et Dominique Marchal ²², *Banque de France – Direction générale des Études et des Relations internationales Direction des Études et Statistiques monétaires*

Philippe Bui ¹, *Secrétariat général de la Commission bancaire, Direction de la Surveillance générale du système bancaire, Service des Études bancaires*

Les opérations de rachats d'actions sont très courantes depuis de nombreuses années dans l'ensemble du monde anglo-saxon. En Asie et en Europe ²³, elles ont longtemps été freinées par des cadres législatifs restrictifs, qui n'ont été assouplis qu'assez récemment (1994 au Japon).

En France, la loi du 2 juillet 1998 ²⁴, s'inspirant du rapport « Esambert » et complétée par deux règlements de la Commission des opérations de bourse (COB) ²⁵, a libéralisé les rachats par les sociétés cotées sur un marché réglementé de leurs propres actions, en laissant le pouvoir à l'assemblée générale de fixer les modalités, le montant et la durée des programmes de rachat, la seule contrainte imposée aux entreprises étant de faire viser une notice d'information à la COB, dans la mesure où les rachats n'excèdent pas 10 % du capital (autrement il leur faut passer par le cadre contraignant d'une offre publique de rachat d'actions – OPRA).

Un peu plus d'un an après son entrée en application, ce nouveau dispositif a connu un vif succès. Les sociétés l'ont utilisé essentiellement pour régulariser leurs cours ainsi que dans le cadre d'opérations de croissance externe. Elles l'ont assez peu utilisé pour réduire leur capital social, ce dernier constat devant cependant être modulé en ce qui concerne les établissements de crédit. Les rachats ont vraisemblablement contribué à la progression des cours boursiers en 1999, directement via une réduction de la quantité de titres en circulation, mais surtout indirectement, les sociétés signalant ainsi leurs bonnes perspectives. Reste que le dispositif est encore perfectible, dans le sens d'une plus grande sécurité, d'une plus grande transparence et d'une meilleure adéquation avec les besoins des PME.

2.1. UN DEVELOPPEMENT RAPIDE ²⁶

2.1.1. Le constat : un nombre élevé de programmes de rachat, mais plus limité en ce qui concerne les établissements de crédit

Entre septembre 1998 et septembre 1999, 504 programmes de rachat d'actions ont été déclarés à la COB, concernant 51,5 % des sociétés cotées sur les marchés réglementés français. Ces programmes portaient sur un montant total de 83 milliards d'euros, dont seulement 9,1 milliards d'euros ont été effectivement rachetés, soit environ 0,9 % de la capitalisation boursière de la place de Paris au 30 septembre 1999.

22 Les vues exprimées ici sont celles des auteurs et ne reflètent pas forcément l'opinion de la Commission bancaire ou de la Banque de France.

23 L'annexe illustre la disproportion du phénomène en France, en Europe et aux États-Unis avant la mise en place du nouveau dispositif réglementaire.

24 Modifiant la loi de 1966 sur les sociétés commerciales.

25 Ces deux règlements n° 98-02 et n° 98-03 visent à « accroître la transparence de ces opérations » et à « encadrer les interventions sur le marché de leurs titres ».

26 Les chiffres cités ainsi que plusieurs éléments développés ici sont issus d'une étude de la COB « Rachat par les sociétés de leurs propres actions : bilan et propositions », janvier 2000. Certains chiffres relatifs aux établissements de crédit proviennent cependant de données du SGCB.

Près des deux tiers des sociétés cotées sur le règlement mensuel, le second et le nouveau marché se sont engagées dans des programmes de rachat. En revanche, seulement 15,4 % des sociétés cotées au comptant ont fait viser une note d'information par la COB.

C'est au sein des entreprises constituant les indices CAC 40 et SBF 250 que le pourcentage d'entreprises ayant réalisé des rachats est le plus élevé : 87,5 % des sociétés composant l'indice CAC 40 ont entrepris des programmes de rachat de leurs propres titres. Ce pourcentage est à peine inférieur (80 %) pour les entreprises constituant le SBF 250.

La situation est différente pour les établissements de crédit, car seul un petit nombre d'entre eux est coté. Les établissements à caractère mutualiste ou coopératif occupant, en termes de marché et de fonds propres, une place très importante en France, l'impact des programmes de rachat d'actions sur la solvabilité du système financier dans son ensemble est, par conséquent, limité, même s'il peut être non négligeable pour les établissements cotés qui initient ces opérations.

Ainsi, au 30 septembre 1999, le total des programmes de rachat d'actions annoncés par des établissements de crédit s'élevait à 8 113 millions d'euros pour 17 opérations répertoriées, dont seulement 765 millions d'euros effectivement rachetés au 31 décembre 1999. Aucun nouveau programme de rachat n'a été visé par la Commission des opérations de bourse entre le 30 septembre 1999 et le 31 décembre 1999. Ces programmes et les rachats effectifs représentent donc respectivement 9,8 % et 8,4 % du total constaté tous secteurs économiques confondus. Ils affectent les fonds propres de base des établissements concernés dans une proportion de 19,6 % (programmes) et 1,9 % (rachats effectifs), les maximums constatés (sur des établissements différents) étant respectivement de 48,5 % et 4,5 %. Il convient de relever que, par rapport au montant global des fonds propres de base de l'ensemble des établissements de crédit agréés en France, déterminé sur base sociale au 31 décembre 1999, soit 158,6 milliards d'euros, les sommes en jeu sont extrêmement faibles (5,1 % pour les programmes annoncés, 0,5 % pour les rachats effectifs). La faible proportion des rachats effectifs par rapport aux programmes annoncés (9,4 % d'exécution) semble indiquer que les établissements recherchent avant tout des effets d'annonce.

2.1.2. Des objectifs divers, mais débouchant rarement sur des annulations de titres de capital, sauf en ce qui concerne les établissements de crédit

D'après une étude récente de la COB, les programmes de rachat affichent en général un ou plusieurs des objectifs visés par la loi 27. La régularisation des cours est néanmoins le plus fréquemment avancé. Quel que soit le marché (règlement mensuel, second ou nouveau marché) ou la segmentation retenue (sociétés constituant l'indice CAC 40, le SBF 250...), cet objectif est quasiment toujours affiché (98,2 % des programmes). Par ailleurs, environ 30 % de ces opérations ont la régularisation des cours comme motif unique.

La deuxième motivation, la plus souvent citée, est la remise de titres en paiement ou en échange, dans le cadre d'opérations de croissance externe destinées à dénouer ou à renforcer certaines participations (58,7 %). L'attribution d'actions ou d'options d'achats aux salariés, parfois dans le cadre de stock-options, vient en troisième position (55,8 %). En revanche, l'annulation de titres à des fins d'optimisation du résultat par action est citée dans seulement 39,3 % des programmes.

Ainsi, à peine 40 % des opérations de rachat ont comme objectif une réduction du capital 28.

Ce constat doit cependant être nuancé en ce qui concerne les établissements de crédit. Une part prépondérante (en montant) des opérations de rachat d'actions propres annoncées dans ce secteur ont clairement pour objectif d'optimiser le retour sur capital investi. En particulier, les deux programmes les plus importants en montant ont été annoncés dans le cadre d'une bataille boursière où la communication financière sur les ROE (« Return on equity ») a été omniprésente. L'amélioration de ce ratio, sensé favoriser la croissance des cours boursiers, semble primordiale aux yeux des dirigeants d'établissements de crédit, dans un contexte européen marqué par une vague de restructurations utilisant essentiellement les techniques d'échanges d'actions. Néanmoins, le rachat effectif de ces actions ne semble pas, au vu des dernières informations disponibles, avoir été mené de manière intensive.

27 Il y a quatre objectifs principaux dans la loi du 2 juillet 1998 :

- la régularisation des cours,
- la remise de titres en paiement ou en échange,
- l'attribution d'actions ou l'octroi d'options d'achats aux salariés,
- l'annulation de titres.

28 Notons que les statistiques de la Société des bourses françaises (SBF) n'isolent pas en tant que telles les réductions de capital issues d'offres publiques de rachat d'actions et ne publient qu'un chiffre global de diminution du capital des entreprises cotées qui incluent également les offres publiques de retrait.

2.1.3. Ce développement a été à l'origine d'innovations financières

Les programmes de rachat ont été l'occasion pour certains prestataires de services d'investissement de proposer aux sociétés émettrices des montages financiers, utilisant des produits financiers dérivés, destinés à optimiser la gestion financière de telles opérations.

En pratique, l'émetteur vend à un intermédiaire financier des options de vente sur son propre titre, il encaisse immédiatement les primes liées à la vente des options et il n'a pas besoin de mobiliser sa trésorerie lorsqu'il lance son programme de rachat (la charge financière étant en effet reportée au jour de l'exercice de l'option). Par ailleurs, l'introduction de ces options peut également avoir comme effet de stabiliser les cours en réduisant la volatilité du titre.

Dans un autre ordre d'idées, les programmes de rachat d'actions ont également permis le développement de nouveaux instruments financiers comme les obligations à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles ou existantes : les sociétés ayant émis de tels produits peuvent en effet choisir d'attribuer aux porteurs des actions nouvelles ou des titres existants, ces derniers ayant été préalablement rachetés sur le marché. Un tel dispositif donne la possibilité d'éviter la dilution du capital observée lors de la conversion des obligations convertibles classiques ²⁹.

2.2. QUEL BILAN PEUT-ON TIRER DE CETTE RÉFORME APRES UNE ANNEE DE FONCTIONNEMENT ?

2.2.1. Une hausse à court terme des cours boursiers ?

La plupart des études menées, notamment aux États-Unis, confirment que les rachats d'actions entraînent très vraisemblablement une augmentation — au moins à court terme — de la valeur du titre concerné.

En théorie, le rachat d'actions se traduit, qu'il y ait ou non annulation de titres de capital, par une hausse du cours du fait de l'effet « relatif » sur le bénéfice par action : le bénéfice de l'entreprise, inchangé à court terme, est à partager entre un nombre moins élevé d'actionnaires. Par ailleurs, la mise en œuvre d'un programme de rachat peut également se traduire par une hausse du cours de bourse en raison d'une réduction des titres restant en circulation (jeu de l'offre et de la demande).

Il s'agit en fait de la redécouverte du classique « effet de levier » entre le coût de l'endettement, qui a fortement diminué ces dernières années, et la rentabilité opérationnelle. Cet écart est particulièrement important pour les établissements de crédit qui ont un accès direct au marché interbancaire où le coût des ressources est tombé en 1999 à des niveaux historiquement bas sur la plupart des échéances (entre 3 % et 4 % l'an avant impôt sur les sociétés), alors même que la rentabilité des banques s'est fortement redressée. En 1999, les principales banques cotées ont annoncé entre 10 % et 19 % de retour sur capital investi (après impôt sur les sociétés), hors effets de restructuration. Toutefois, les exigences des autorités de surveillance en matière de solvabilité devraient prévenir un recours excessif à l'effet de levier.

Cet effet mécanique est renforcé par les dispositions de la nouvelle méthodologie des comptes consolidés, qui prévoit que toutes les actions propres non destinées explicitement à la régularisation de cours ou à la distribution aux salariés seront automatiquement déduites des capitaux propres consolidés.

En outre, cet effet mécanique est susceptible d'être renforcé par le « signal » qu'émet une société rachetant ses actions, puisqu'elle affiche ainsi sa confiance dans ses perspectives de rentabilité future.

Il convient toutefois d'être prudent. Tout d'abord, le signal envoyé au marché financier est transitoire, du fait notamment de la ponction sur la trésorerie occasionnée par le rachat, et l'amplitude de la relation décroît à chaque annonce d'un nouveau programme de rachat. Ensuite, il apparaît que les marchés financiers peuvent, selon l'environnement macroéconomique du moment, interpréter les rachats comme des incohérences stratégiques, les sociétés n'ayant pas d'autre projet d'investissement pour leur trésorerie. Enfin, les marchés peuvent également sanctionner des entreprises qui fragiliseraient leur structure financière, le rapport entre capitaux propres et endettement devenant alors trop risqué.

²⁹ De nombreuses sociétés ont eu recours à ce nouveau produit : Vivendi, Pinault-Printemps-Redoute, Bouygues, Accor, Havas, Suez-Lyonnaise des Eaux...

2.2.2. La COB envisage déjà des aménagements pour améliorer le cadre juridique des rachats d'actions

2.2.2.1. Un délai entre les transactions pour assurer une meilleure protection des actionnaires

Le cas d'une société qui, dans le cadre de son programme de rachat d'actions, souhaiterait racheter la participation d'un ou plusieurs actionnaires minoritaires importants, remettant ensuite les titres rachetés en règlement d'une acquisition, soulève des problèmes du point de vue de l'égalité de traitement des actionnaires.

En effet, l'opération mettant la société face à ses actionnaires minoritaires a lieu en dehors du marché. Elle offre donc une liquidité accrue à ces derniers. La COB suggère que cette distorsion soit compensée par la pratique, lors du rachat, de prix inférieurs au cours de bourse.

Enfin, lorsqu'une acquisition est financée par émission de titres nouveaux ou en réalisant un apport, la loi prévoit un dispositif relativement contraignant³⁰. De telles mesures, protectrices pour les actionnaires, ne sont pas prévues lorsque l'acquisition est payée par la remise de titres existants.

Dans ces conditions, la COB suggère qu'un délai de « décence » puisse être instauré entre le rachat par une société de ses propres titres sur le marché et la remise desdits titres en paiement d'une acquisition (aux États-Unis, ce délai est de deux ans).

L'instauration d'un délai permettrait d'éviter qu'une acquisition ne soit financée avec des titres dont le cours aurait été « tiré à la hausse » par la société ayant effectué les rachats.

2.2.2.2. Le cas des titres rachetés au profit des salariés de l'entreprise : une clarification des règles applicables aux entreprises cotées et non cotées

Lorsqu'une entreprise souhaite racheter ses propres titres pour faire participer ses salariés à ses résultats par attribution d'actions gratuites ou en leur consentant des options d'achats de ses propres titres, elle a le « choix » entre deux textes réglementaires, les articles 217-1 et 217-2 de la loi de 1966. En effet, l'ancien cadre réglementaire, énoncé à l'article 217-1, avait prévu le cas des rachats de titres au profit des salariés et cette disposition a également été reprise dans la nouvelle rédaction de l'article 217-2.

Dès lors, la COB considère qu'il serait souhaitable de clarifier le régime juridique applicable à chaque « cas de figure » : les entreprises dont les actions sont admises sur un marché réglementé (règlement mensuel, second et nouveau marchés) ne seraient soumises qu'aux dispositions de l'article 217-2. En revanche, les dispositions de l'article 217-1 resteraient applicables aux sociétés dont les titres ne sont pas négociés sur un marché réglementé, principalement les sociétés non cotées.

2.2.2.3. Un dispositif encore peu performant pour les entreprises de petite taille

Si le dispositif existant semble avoir été relativement opérant pour les grandes entreprises, les sociétés à faible liquidité et celles de petite ou de moyenne taille rencontrent des difficultés pour racheter des titres « en bloc » sur le marché.

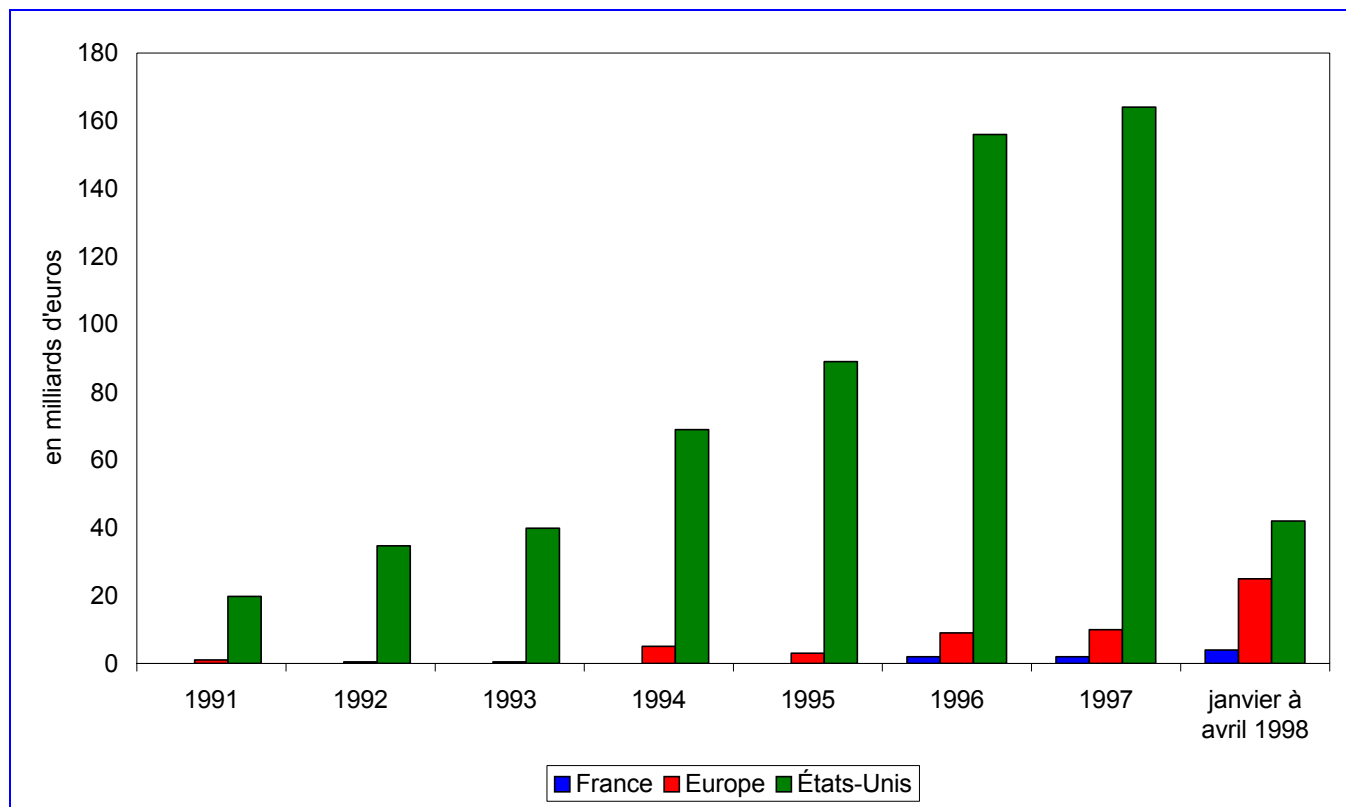
En effet, elles ne peuvent généralement pas réaliser leurs programmes de rachat sans contrevenir à certaines dispositions réglementaires qui précisent que le volume des titres rachetés dans une séance ne peut dépasser 25 % de la moyenne des transactions quotidiennes sur une période donnée. Dès lors, elles se retrouvent contraintes de justifier a posteriori leurs programmes de rachat à la COB.

Les services de la COB envisagent donc, en concertation avec la place, une modification de la réglementation concernant les « petites et moyennes valeurs » qui présentent une faible liquidité.

Annexe

³⁰ Notamment la tenue d'une Assemblée générale extraordinaire, la rédaction d'un rapport spécial des commissaires aux comptes et d'un rapport des commissaires aux apports.

Comparaisons internationales des montants de rachats d'actions



Source : P. Vernimmen, P. Quiry, F. Ceddaha, Finance d'entreprise, Collection Dalloz Gestion, Dalloz, 1998