

Le rachat d'actions : une politique de valorisation des actions ?

Jacques HAMON

CEREG, Professeur à l'Université Paris-Dauphine

Novembre 1997 – Cahier de recherche n° 9801

Résumé

La communication entre les entreprises et le marché (ensemble des actionnaires actuels et potentiels) est essentielle à assurer une juste évaluation, elle prend des formes diverses.

La difficulté de la communication d'informations stratégiques entre les dirigeants et leurs actionnaires est à l'origine de la mise en place d'un ensemble de signaux. C'est ainsi que l'on interprète notamment les distributions de dividendes, certaines opérations de capital ou les opérations de rachats d'actions. Il ne suffit probablement pas d'augmenter son dividende, ou d'annoncer un programme de rachat d'actions, à projets d'investissements et flux de trésorerie futurs identiques, pour augmenter le cours de l'action. Et c'est tant mieux pour la crédibilité du marché boursier comme pour la santé mentale des actionnaires.

Les plans de rachat d'actions apparaissent très différents à la fois dans les textes législatifs qui les régissent comme dans la pratique entre la France et les pays anglo-saxons. Alors que l'hypothèse de signalisation apparaît largement confirmée par les études empiriques sur les marchés d'actions aux Etats-Unis, dans le cas français les offres publiques de rachat apparaissent d'abord comme une technique de restructuration du capital, voire une annonce de radiation de la cote. Des évolutions de la législation, des réglementations et des pratiques françaises semblent souhaitables.

Introduction

Suivant la théorie financière, les dirigeants prennent les décisions de gestion de telle manière à maximiser la richesse de leurs actionnaires¹. Le fait de ne pouvoir faire abstraction des comportements opportunistes et la difficulté liée à

¹ Plusieurs forces s'exercent sur les dirigeants : le marché du contrôle par l'intermédiaire duquel des alternatives à la gestion actuelle peuvent être proposées, le marché du travail qui sanctionne *ex-post* les dirigeants moins performants, les modalités de rémunération incitatives qui lient les sorts des dirigeants et des actionnaires.

la communication des informations rendent toutefois difficile la traduction en termes opérationnels de ce principe fondamental.

Toutes les décisions de gestion peuvent-elles se comprendre à la lumière du principe de maximisation de la richesse des actionnaires ? Les justifications et les motivations de certaines décisions de gestion échappent-elles au principe de la maximisation ? Pourraient-elles avoir un impact sur la valeur des actions alors même que la logique néoclassique n'y verrait que du maquillage ?

La théorie du signal a formalisé une intuition suivant laquelle l'objet essentiel de certaines opérations financières serait d'amener de l'information au marché. L'annonce du rachat de ses propres actions pourrait être interprété comme un signal adressé par les dirigeants au marché et ainsi provoquer une révision des anticipations quant aux profits futurs dégagés par la société.

Dans le dernier trimestre de 1987, 473 sociétés cotées sur les marchés américains ont annoncé des programmes de rachat d'actions (*market buyback programs*), contre 48 en moyenne trimestrielle de 1985 à 1988. La plupart des annonces ont été faites durant le week-end suivant le krach (Comment et Jarrell, 1991).

Le mardi 28 octobre 1997, le NYSE ouvre en forte baisse, l'indice Dow Jones affiche -2% par rapport à la veille, où pourtant une chute spectaculaire de 7,18% avait été enregistrée. IBM annonce en début de séance un rachat de ses propres actions pour un montant de 3,5 milliards de dollars. Progressivement les cours remontent, non seulement ceux d'IBM, mais aussi de l'ensemble du compartiment actions, avec l'indice Dow Jones qui termine la séance à +4,67%. Paris qui avait ouvert la séance à -10%, se met à remonter peu après l'ouverture du NYSE (15 heures, heure française) et termine la séance avec une baisse de « seulement » 4,27% de l'indice CAC 40.

Le lien entre rachat d'actions et bénéfice ou dividende par actions n'est pas mécanique². Certes si les actions rachetées sont annulées, le nombre de titres en circulation est réduit, mais les actions ainsi détruites sont payées ! Si les cours, avant l'annonce de l'opération de rachat, reflètent la valeur de l'entreprise, l'opération sera blanche (aux frais près). Le bénéfice (et toute chose égales par ailleurs le dividende) n'augmentera après un rachat d'actions que si le taux de rentabilité de l'opération de rachat est supérieur à celui des autres investissements entrepris par la société. Bien sûr, si les actions sont rachetées à un prix avantageux cela sera évidemment bénéfique pour les actionnaires qui ne vendent pas.

L'objet de cet article est de présenter les opérations de rachat d'actions sur le marché français et sur les marchés étrangers et de montrer les différences dans les réglementations et dans la pratique. Il s'agit également de présenter une synthèse de la littérature sur les motivations associées à ce type d'opérations

² Contrairement à ce que de nombreux commentaires lus dans la presse laissent supposer. Par exemple Libération du 29 octobre : « c'est la mode aux Etats-Unis : augmenter les dividendes par actions en réduisant la part du gâteau », article signé V.d.F., R.L., L.L., F.A., et C.P. en page 2.

ainsi que sur l'impact que ce type d'annonce a sur les équilibres des sociétés cotées.

Cet article est organisé en 4 sections : la première décrit la pratique des rachats sur le marché français. La deuxième expose les motivations possibles pour les rachats d'actions et l'impact attendu de ces opérations sur les équilibres ; la section 3 présente les principaux résultats publiés quant aux impacts des rachats sur les équilibres et la section 4 conclut.

1. Les rachats d'actions en France

La réglementation des rachats comme les motivations qui sont à l'origine des rachats d'action en France sont très différents de ce que l'on observe en Grande Bretagne ou aux Etats-Unis (se reporter à l'annexe 1 pour une description des textes).

Le recensement des opérations effectivement réalisées fait apparaître une grande diversité dans les opérations de rachat. Le dépouillement des « Décisions et Avis de la SBF » de 1992 à avril 1997³ permet de classer les offres publiques de rachat en deux grandes catégories : les offres publiques de retrait (au titre des articles 5.5.2 à 5.5.5 du règlement général du Conseil des Marchés Financiers, se reporter en annexe 1 pour une typologie plus fine) et les offres publiques de rachat (OPR) à proprement parler. Ces dernières sont entreprises, dans l'objectif d'une réduction du capital non motivée par des pertes. La lecture des caractéristiques des offres depuis 1992 fait apparaître les spécificités suivantes :

- La **suspension de cours est systématique** dès le dépôt du projet d'offre publique : par exemple NSC Groupe dépose le 4 avril 1997 en fin d'après midi son projet d'OPR. Les négociations hors séance sont interdites le même jour à partir de 17 heures 24 et les cotations sur le second marché Nancy sont suspendues du 7 avril au 14 inclus (Décisions et Avis des 4 et 11 avril 1997). Ou De Dietrich qui dépose un projet le 8 avril en fin d'après midi, voit ses cotations suspendues « dès ce jour, 9 avril, jusqu'à nouvel avis » (Décisions et Avis du 9 avril 1997).
- Les opérations peuvent être jointes à d'autres comme le paiement d'un dividende exceptionnel (Navigation Mixte pour 85 francs, ou Guyomarc'h pour 28 francs), ou la réduction de la valeur nominale (Zuber Laederich dont le nominal passe de 50 à 39 francs)

³ Je remercie Monsieur Didier Davydoff de la Société des Bourses Françaises pour m'avoir permis de consulter une version informatisée sur CD-ROM des Décisions et Avis.

Tableau 1
Les offres publiques de rachat en France d'avril 1992 à avril 1997

Dénomination	Date		Modalités de l'offre			Intentions		Nombre Actions rachetées	
	Dépôt offre	Résultat	% du capital	Nombre actions	Prix	Montant	Actionnair e Principal		Vend ?
NSC Groupe	4-avr-97		22,70%	175 000	800	140 000 000	40,00%	oui	
De Dietrich	9-avr-97		18,00%	1 334 431	275	366 968 525			
Siparex	4-mars-97		12,50%	644 686	135	87 032 610	10,13%	non	
Navigation Mixte	27-févr-97		40,00%	6 359 939	875	5 564 946 625	97,80%	non	
Zuber Laederich	26-août-96	19-déc-96	17,07%	142 485	79	11 256 315	82,93%	non	113 358
IDI	28-août-96	09-déc-96	76,70%	1 130 000	364	411 320 000	31,30%	non	1 108 660
Sceta CTT	22-juil-96	26-oct-96	24,26%	850 641	520	442 333 320	75,54%	non	841 929
Imaffine	14-juin-96	18-sept-96	79,88%	1 263 098	211	266 513 678	51,00%	oui	1 214 924
Parfinance	7-mars-96	10 avril & 28 mai 96	34,40%	11 627 907	215	2 500 000 005	>50%	non	11 000 269
Soderag	16-déc-94	17-févr-95	95,35%	1 096 512	7,1	7 785 235	2,00%	non	936 823
Saint Raphael	20-sept-94	15-févr-94	17,20%	83 000	700	58 100 000	52,70%	oui	83 000
Sagal (ex Guyomarc'h)	5-avr-94	16-juin-94	18,40%	990 566	530	524 999 980	96,00%	non	990 566
Sofinnova	4-déc-92	11 mrs 93	34,31%	320 000	350	112 000 000	73,00%	non	350 130
Sofinergie	3-déc-92	20 jnv 93	50,00%	392 000	250	98 000 000	50,15%	non	392 000
Finexpand	2-sept-92	30-déc-92	8,08%	83 052	100	8 305 200	91,92%	non	79 237
Sollac	26-oct-92	18-déc-92	5,59%	11 219 190	99,64	1 117 880 092	99,98%	non	11 206 425
Francarep	15-oct-92	11-déc-92	18,68%	350 000	370	129 500 000			304 213
UGC DA (Robur)		10-juin-92		986 000	433		64,14%	oui	2 090 044

Source : « Décisions et Avis de la SBF » dépouillés du 8 avril 1992 au 11 avril 1997. Toutes offres publiques au titre de l'article 5.3.2 alinea e) du règlement général, ces opérations concernent le rachat non motivé par des pertes et en vue d'annulation des actions.

- L'offre publique de rachat n'est pas forcément faite exclusivement en numéraire. La Sceta propose en 1996 l'alternative suivante : achat à 520 francs, mais dans la limite de 50 actions par demande ou bien échange contre des actions Géodis à raison de 10 pour 7. Ou encore UGC DA propose en 1992 un paiement en numéraire de 433 francs ou 4 320 francs et 13 actions Fabrique du Sucre contre 20 Robur.
- Certains actionnaires peuvent faire part, dès le dépôt du projet et avant l'assemblée générale extraordinaire, de leur intention face au projet.
 - ✓ *C'est ainsi le cas en 1994 lors de l'OPR Saint Raphaël où dès le dépôt du projet, la société annonce que le principal actionnaire (General Beverage Europe, 52,7%) répondra à concurrence de 83000 actions alors que le second principal actionnaire (Martini et Rossi, filiale elle-même de la première, et actionnaire à 17,4% dans Raphaël) n'apportera pas ses titres à l'offre.*
 - ✓ *Navigation Mixte annonce avec le dépôt du projet que l'actionnaire principal, Paribas qui détient 97,80% du capital « présentera à l'offre un nombre de titres permettant aux autres actionnaires de vendre leurs titres sans réduction » et de plus « assurera la liquidité du marché dès la reprise à des conditions cohérentes avec les termes de l'offre ».*
 - ✓ *IDI annonce que différents actionnaire représentant 31,3% du capital (Rothschild, Alcatel-Alsthom, UAP, Crédit National, EDF) apportent leurs titres à l'offre alors que d'autres en partie seulement (Ancelle et Associés apporte 358 000 sur 600 724 et les dirigeants 50 000). La société mentionne également que tous les autres actionnaires apportant leurs actions seront satisfaits sans réduction.*
 - ✓ *Soderag annonce que la société détient elle même 2,71% de son capital et que La Caisse française de développement qui détient 1,94% du capital soit 22 310 actions, ne compte pas apporter ses actions à l'offre. Mais que toutes les demandes de rachat seront satisfaites sans réduction.*
 - ✓ *Imaffine annonce que l'offre concerne également les 60 264 options de souscription d'actions existantes. Par ailleurs les membres du pacte d'actionnaire qui détiennent 51% du capital ont décidé d'apporter 60% de leurs titres à l'offre. Mais que toutes les demandes des autres actionnaires seront satisfaites sans réduction.*
 - ✓ *Siparex annonce que son principal actionnaire « Siparex associés » détient 10,13% du capital et ne compte pas vendre. On apprend par ailleurs que trois mois avant une promesse de vente sur 690 000 actions a été accordée par un actionnaire. Suivant ce contrat, Siparex peut exercer jusqu'au 31 mai 1997. L'accord prévoit qu'en cas d'OPR à 133*

francs, le principal actionnaire (Siparex associés) peut lever l'option en se substituant à Siparex.

Tableau 2
Evénements postérieurs aux Offres Publiques de Rachat

Dénomination	Date	Résultat OPR	Date
Imaffine	18 sept 96	Le pacte d'actionnaire franchit les 2/3 et détient 84,5%	27 sept 1996
Parfinance	28 mai 96	Sortie du SBF 120	18 juin 1996
Soderag	17 fév 95	Pargesa franchit le seuil 2/3	8 juillet 1996
		OPR 5.5.5	13 nov 1995
Saint Raphael	15 fév 94	OPR avec retrait obligatoire	annoncé début 97
		OPA simplifiée	23 oct 1996
Sagal	16 juin 94	OPR 5.5.3 : actionnaire principal détient 98,31%	
		Radiation	23 déc 1996
Sofinnova	11 mars 93	Sortie du SBF 250	26 fév 1996
Sofinergie	20 janv 93	Passe au hors cote	15 avril 1993
		Paribas achète en période d'offre	22 avril 94
Finexpand	30 déc 92	OPE simplifiée : UGC détient 99,55%	
		Mise au nominatif	5 janv 1993
UGC DA	10 juin 92	Radiation	26 fév 1996
		Fusion absorption par Robur	30 juin 1992

Source : les Décisions et Avis de la SBF.

La rareté des opérations françaises, leur fiscalité, le fait que les cotations soient systématiquement suspendues et surtout le contexte dans lequel elles sont utilisées par les entreprises font du rachat d'actions en France une opération très différente du rachat d'actions tel qu'il est pratiqué outre-Atlantique ou en Grande Bretagne.

Un rapide balayage des opérations françaises (tableau 2) montre que de façon majoritaire, les rachats d'actions ont été utilisés comme **technique de restructuration du capital des sociétés**. Sur les 18 cas recensés de avril 1992 à avril 1997, l'actionnaire principal (ou un pacte majoritaire) détient dans 7 cas plus de 67% du capital et plus de 90% dans 4 cas. On remarque également l'extraordinaire cas de la Soderag qui rachète 81,46% de ses actions alors qu'elle en détient déjà 2,71% avant l'opération de rachat. Ce qui fait passer la participation de La Caisse française de développement de 1,94% à 12,26% (22 310 actions pour 182 012 au total après radiation de celles détenues par l'entreprise). On s'aperçoit de plus, que le plus souvent l'opération est préparée entre les dirigeants et quelques actionnaires avant d'être proposée à l'ensemble des actionnaires. Les brutales modifications dans la géographie du capital ou le renforcement de positions dominantes avec la menace probable d'une radiation (Offre Publique de Retrait

Obligatoire) modifie complètement l'analyse de ce type d'opération. Les opérations de rachat annoncent souvent un retrait du marché⁴. Le Tableau 2 montre la forte probabilité que le rachat soit suivi d'une radiation.

Les cas analogues à ceux rencontrés outre-Atlantique et étudiés dans la littérature académique sont donc particulièrement rares en France.

2. Impact attendu à l'annonce d'un rachat

En l'absence de fiscalité, d'effet d'information ou d'effet de transfert de richesse, c'est un cours inchangé ou une chute de cours que l'on devrait observer à l'annonce d'un rachat d'actions et ceci quelle que soit la valeur de la prime de rachat offerte. La chute de cours étant d'autant plus importante que le prix de rachat est supérieur au cours en bourse. L'opération de rachat s'analyse ainsi comme un détachement de dividendes, l'opération étant totalement neutre pour les actionnaires.

Dans une seconde étape, un effet richesse peut être supposé, il est lié selon les auteurs à la fiscalité personnelle (aux Etats-Unis le produit encaissé lors du rachat d'actions est imposé de manière plus avantageuse que les dividendes), à des économies d'impôt réalisées au niveau de l'entreprise (qui financerait le rachat d'achat par endettement), ou encore à un effet d'information.

Ces deux aspects sont successivement développés.

2.1. L'hypothèse de neutralité

Un premier cas très simplifié permet de montrer l'équivalence entre l'opération de rachat d'actions et le détachement de dividendes. Soit l'entreprise du Schéma 1, dont les projets d'investissement permettent d'espérer un taux de rentabilité de 10% mesuré sur l'ensemble des capitaux engagés. On peut supposer ici, que le financement est exclusif sur capitaux propres. Avec un PER de 10, son cours est de 10 francs. Une première hypothèse fixe le rachat à 10 francs par actions, la moitié du capital étant racheté. Après le rachat, en supposant le taux de rentabilité inchangé, le bénéfice annuel tombe à 500. Le bénéfice par action et le cours en bourse ne sont pas affectés. Si le rachat se fait au-dessus de la valeur en bourse, par exemple à 11 francs, avec donc une prime de rachat, la valeur des actifs après rachat est réduite à 4 500. En supposant une constance des taux de rentabilité le bénéfice global passe à 450, le bénéfice par action n'est plus que de 0,9 et avec un PER inchangé, le cours sera de 9 francs. La prime de rachat est à l'origine d'un

⁴ La littérature académique pertinente serait plutôt celle relative aux motivations de la radiation de la bourse ! (*going private versus going public*)

effet détachement de dividendes. Bien sûr ici le patrimoine global de l'actionnaire est inchangé.

Schéma 1

Le rachat d'actions sans fiscalité ni effet d'information

actif	passif
10.000	1.000 actions
actif	passif
5.000	500 actions
actif	passif
4.500	500 actions

Avant le rachat :

Taux de rentabilité 10%
Bénéfice : 1000; BPA : 1
Si PER de 10 : cours de 10

Rachat de 500 actions payées 10

Après le rachat :

Taux de rentabilité 10%
Bénéfice : 500; BPA : 1
Si PER de 10 : cours de 10

Rachat de 500 actions payées 11

Après le rachat :

Taux de rentabilité 10%
Bénéfice : 450; BPA : 0,9
Si PER de 10 : **cours de 9**

Une démonstration d'une portée plus générale est proposée par Masulis (1980, p 317-318). Soit N_0 : le nombre d'actions admises en bourse avant l'offre ; N_A : le nombre d'actions que la firme se propose de racheter ; $\hat{\alpha} = \frac{N_A}{N_0}$, est le pourcentage d'actions que l'entreprise se propose initialement de racheter ; N_T : le nombre d'actions présentées par les actionnaires à l'offre ; N_E : le nombre d'actions effectivement rachetées ; P_0 : le cours de l'action avant l'annonce de l'offre ; P_A : le cours de l'action après l'annonce de l'offre ; P_T : le prix de rachat annoncé ($P_T > P_0$) et P_E : le cours en bourse après l'expiration de l'offre.

Lorsqu'un actionnaire souscrit à l'offre, la valeur de sa position est égale à la somme du montant récupéré à la suite de l'offre et de la valeur des actions non rachetées qu'il possède à l'issue de l'offre. Le premier terme n'est pas connu à l'avance, dans la mesure où les demandes de rachat des actionnaires peuvent être réduites. Soit α le pourcentage d'actions effectivement rachetées ou coefficient de réduction, les actionnaires qui souscrivent reçoivent $\alpha \times N_T \times P_T$ en numéraire et

restent actionnaires pour le solde dont la valeur de marché après la période d'offre est de $(1-\alpha)\times N_T \times P_E$.

Si les titres continuent à être cotés (sur le marché secondaire) pendant la période d'offre, il devrait être indifférent pour l'actionnaire de répondre à l'offre ou de vendre ses actions sur le marché secondaire, soit :

$$\begin{aligned} N_T \times P_A &= \alpha \times P_T \times N_T + (1-\alpha) \times P_E \times N_T \\ P_A &= \alpha \times P_T + (1-\alpha) \times P_E \end{aligned}$$

Le cours après l'annonce de rachat est une moyenne pondérée du prix de rachat et du cours coté après la période d'offre.

Dans le cas d'une entreprise financée exclusivement sur capitaux propres et en ignorant les effets de la fiscalité, la valeur de l'entreprise est réduite du montant de trésorerie utilisé pour racheter les actions, ainsi la valeur après (à gauche de l'identité suivante) est égale à la valeur avant moins la sortie de trésorerie :

$$P_E \times (N_0 - N_E) = P_0 \times N_0 - P_T \times N_E \quad (1)$$

L'identité précédente suppose l'absence d'effet d'information de l'opération de rachat. En réarrangeant les termes, on fait apparaître (avec $\tilde{\alpha} = \frac{N_E}{N_0}$) :

$$P_E = \frac{P_0 \times N_0 - P_T \times N_E}{N_0 - N_E} = P_0 - (P_T - P_0) \times \left[\frac{\tilde{\alpha}}{1-\tilde{\alpha}} \right] \quad (2)$$

En remplaçant P_E dans la relation exprimant la valeur de l'action sur le marché secondaire après l'offre, on obtient :

$$P_A = \alpha \times P_T + (1-\alpha) \times \left\{ P_0 - (P_T - P_0) \times \left[\frac{\tilde{\alpha}}{1-\tilde{\alpha}} \right] \right\}$$

ce qui peut également être écrit :

$$P_A = \left[1 - \frac{1-\alpha}{1-\tilde{\alpha}} \right] \times P_T + \left(\frac{1-\alpha}{1-\tilde{\alpha}} \right) \times P_0 \quad (3)$$

ainsi le cours après l'annonce est une moyenne pondérée du prix d'offre et du cours en bourse avant l'annonce. Pour que $P_A = P_0$, il suffit que $\alpha = \tilde{\alpha}$. Rappelons que

$\tilde{\alpha} = \frac{N_E}{N_0}$ et que α est le pourcentage d'actions effectivement rachetées. Si les actionnaires ont des anticipations homogènes, ils souscriront à l'offre et $\alpha = \hat{\alpha} = \tilde{\alpha}$. L'affichage du prix de rachat supérieur au cours ne suffit pas à expliquer une réaction positive à l'annonce de l'opération. La relation (2) montre que tout gain sera très exactement compensé par une chute de cours.

Ainsi, en l'absence de fiscalité, d'effet d'information et d'effet de transfert de richesse, **c'est une chute de cours qui est prédite à l'annonce d'un rachat d'actions et ceci quelle que soit la valeur de la prime de rachat offerte.**

Lorsque tous les actionnaires ne souscrivent pas à l'offre, $\left(\frac{1-\alpha}{1-\tilde{\alpha}}\right) < 1$ et suivant la relation (3), le cours après l'annonce devient supérieur à celui affiché avant ($P_A > P_0$), du moins si la prime de rachat est positive. Dans ce cas on peut parler d'effet de transfert de richesse des actionnaires qui ne souscrivent pas vers ceux qui souscrivent. Cette situation pourrait être rencontrée dans l'hypothèse d'hétérogénéité quant aux anticipations ou à la fiscalité.

2.2. Effet richesse

La prise en compte d'un effet richesse amène à réécrire la relation (1) en ajoutant ΔW (Cf Copeland et Weston, 1983, p. 522) :

$$P_E \times (N_0 - N_E) = P_0 \times N_0 - P_T \times N_E + \Delta W \quad (4)$$

$\tilde{\alpha} = \frac{N_E}{N_0}$ étant le pourcentage d'actions rachetées, $N_E = \tilde{\alpha} \times N_0$. On réécrit la relation précédente, après division des deux membres par N_0 :

$$P_E \times \tilde{\alpha} = P_0 - P_T \times \tilde{\alpha} + \frac{\Delta W}{N_0}$$

On réarrange les termes, et divise les deux membres par P_0 :

$$\frac{\Delta W}{N_0 \times P_0} = (1 - \tilde{\alpha}) \times \frac{P_E - P_0}{P_0} + \tilde{\alpha} \times \frac{P_T - P_0}{P_0}$$

Le taux de rentabilité observé a deux composantes : une reçue par les actionnaires qui ne souscrivent pas et l'autre par ceux qui souscrivent.

L'effet richesse (ou son absence) est directement en relation avec les motivations supposées de l'opération. Il peut être imputé à la fiscalité, à l'existence d'une relation entre la quantité de titres admis en bourse et les cours, à un effet de transfert de richesse entre les différentes catégories de porteurs de titres finançant l'entreprise, à l'utilisation de cash-flow excédentaire, à la géographie de l'actionnariat, ou à un effet d'information amenant à réviser les anticipations sur les bénéfices futurs. Ces différentes motivations sont examinées ci-après.

2.2.1. Fiscalité

Deux aspects touchant la fiscalité sont invoqués dans le cas américain. Le premier s'intéresse aux économies d'impôt sur le revenu que le rachat d'actions permet aux actionnaires de réaliser. Le second à une économie d'impôt au niveau de l'entreprise qui s'endette pour racheter les actions.

- La fiscalité est avantageuse pour l'actionnaire qui souscrit à un rachat dans le cas américain où le régime d'imposition des rachats est celui des plus values et non des revenus. Mais alors comment se fait-il que les rachats d'actions n'aient

pas été systématiquement substitués aux distributions de dividendes ? La section 302 du code des impôts exerce une contrainte sur les actionnaires à plus de 80% en capital ou droits de vote, le rachat étant pour eux traité comme un revenu. Bien sûr ce sont plusieurs clientèles fiscales qui cohabitent sur les marchés (les fonds d'universités américaines qui ne sont pas imposés et donc indifférent entre rachat ou dividendes). Le gain fiscal, quoique difficilement estimable est toutefois jugé insuffisant à expliquer à lui seul les effets richesse constatés. L'avantage fiscal des rachats d'actions est contesté par exemple par Miller et Scholes (1978) qui mettent en avant divers dispositifs permettant de rendre les deux modalités (rachat d'actions ou distribution de dividendes) fiscalement équivalentes.

- Une augmentation des économies potentielles d'impôt est envisageable, en particulier si le rachat est financé par emprunt.

2.2.2. Relation entre les quantités admises en bourse et les cours⁵

La modélisation financière suppose le plus souvent une insensibilité totale des cours aux quantités d'actions émises par les sociétés (toutes choses égales par ailleurs). Ce qui permet de prédire une absence de réaction du marché à l'annonce d'une augmentation de capital en numéraire dont le prix d'émission serait égal au cours en bourse.

On peut analyser le rachat d'actions comme le pendant de l'augmentation de capital en numéraire : dans ce dernier cas, le rachat serait fait à un moment où le cours en bourse est jugé particulièrement bas. On peut être frappé par la symétrie des résultats obtenus lors de l'étude de la réaction du marché aux annonces d'augmentations de capital en numéraire et celles relatives aux rachats d'actions. Par exemple, Asquith et Mullins (1986) montrent une réaction négative pour les augmentations de capital et une importance de la réaction directement liée à la taille de l'opération. Pour ces auteurs deux effets sont à envisager : un effet d'information et une élasticité prix (*downward sloping demand curve*). De même

⁵ Cet argument est dénommé : « *Downward sloping demand curve hypothesis* », ou encore « *price pressure hypothesis* » dans la littérature anglo-saxonne. Il est à différencier d'un argument relatif à l'illiquidité du marché d'un titre. Ici, si le nombre de titres admis en bourse « n'est pas suffisant », une pression (permanente) sera exercée sur les prix, le cours s'ajustera à un niveau supérieur à la valeur informationnelle. Une augmentation du nombre de titres aura pour conséquence, suivant cette hypothèse, une chute de cours (la pression se réduit ou disparaît) et une réduction du nombre de titres sera accompagnée d'une augmentation du cours (la pression augmente). L'hypothèse d'illiquidité est différente dans la mesure où elle amène à prédire des déformations temporaires liant les cours et les quantités échangées ou en carnet.

les cours augmentent généralement avant l'annonce des augmentations de capital en numéraire alors qu'il baissent avant un rachat (au moins lorsque la technique du ramassage est utilisée).

2.2.3. Transferts de richesse

Des transferts de richesse sont à envisager entre les détenteurs des différentes catégories de titres. Cette hypothèse suppose un effet positif de richesse en faveur des actionnaires qui souscrivent et au détriment d'une autre catégorie de porteurs de titres. Les transferts de richesse peuvent provenir des obligataires. Les transferts de richesse sont également envisageables entre les actionnaires qui répondent et ceux qui ne répondent pas à l'offre, dans la mesure où le droit de rachat n'est pas négociable.

2.2.4. Cash-flow excédentaire

Le rachat d'action peut très simplement refléter l'utilisation de liquidité excédentaires (*free-cash flow*, Jensen, 1986) : le rachat signale alors l'absence d'opportunités rentables de la firme. Ce peut être interprété positivement (les dirigeants ne gaspillent pas les fonds en projets somptuaires ou non rentables), négativement (les dirigeants n'ont plus d'idées), ou être sans impact sur les cours. La dernière réaction semblant a priori plus probable. L'opération de rachat d'action serait alors neutre quant à la richesse des actionnaires.

2.2.5. Modifications de la géographie de l'actionnariat

L'opération de rachat d'actions modifie la structure de l'actionnariat dans la mesure où tous les actionnaires ne souscrivent pas au prorata de leur participation initiale. L'opération de rachat d'actions peut ainsi favoriser la concentration du capital entre les mains des dirigeants (Stulz, 1988), rendre plus difficile une offre publique d'achat hostile ou être une étape vers la radiation de la société de la cote.

Le rachat d'action est également invoqué comme une opération favorisant l'acquisition d'une entreprise par ses salariés et permettant de réduire les coûts administratifs liés à un actionnariat atomisé.

2.2.6. Effets d'information

Une entreprise qui se propose de racheter ses propres actions émet un signal en direction du marché : ses propres actions sont probablement bon marché.

Miller et Modigliani (1961) sont les premiers à émettre l'idée suivant laquelle le dividende pourrait être apprécié non pas pour lui-même mais pour le message qu'il porte. L'intuition initiale a été formalisée dans les années 70 et étendue ensuite à d'autres décisions financières.

Dire que le rachat d'actions est un signal est à la fois une idée simple et subtile. Simple car son énoncé surprend rarement l'interlocuteur. Subtile car s'il suffisait de racheter ses actions pour voir s'envoler son cours en bourse, les imitateurs de mauvaise foi auraient depuis longtemps enlevé toute crédibilité au signal. Pour qu'un équilibre existe et que seules les "bonnes" entreprises se signalent, une pénalité doit être infligée à celles se signalant fausement. Ceci a, pour la première fois été formalisé par Bhattacharya (1979) dans le cas des dividendes.

Les questions posées sont donc les suivantes : quelle est l'information signalée ? En quoi le signal est-il crédible ? Des manipulations du signal sont-elles envisageables ? Quelle est la variable observable qui signale, c'est-à-dire qui est corrélée avec l'information que l'on veut transmettre ? Parmi les candidats comme variable de signalisation : la prime de rachat (rapport entre le prix proposé et le cours avant l'offre) ; la fraction des titres faisant l'objet du rachat et la fraction détenue par les *insiders* (les dirigeants et les actionnaires détenant plus de 10%).

Dans l'hypothèse où le prix de rachat est supérieur au cours actuel mais inférieur à la valeur fondamentale de l'entreprise telle que les dirigeants peuvent l'établir compte tenu des informations (privées) dont ils disposent sur les flux futurs de bénéfices, l'intérêt d'un dirigeant-actionnaire est de garder ses titres et même éventuellement de renforcer sa participation financière dans l'entreprise.

En situation d'asymétrie d'information, le signal sera d'autant plus crédible que les dirigeants supportent un inconvénient financier direct à se signaler fausement. Si les dirigeants-actionnaires ne peuvent souscrire, ou s'interdisent de le faire, et si la prime de rachat est supérieure à la décote du titre, la non souscription pénalise les dirigeants⁶. Le signal serait ainsi d'autant plus crédible que les dirigeants sont impliqués dans le capital et ne souscrivent pas eux-mêmes au rachat. L'hypothèse de manipulation des cours en faveur d'une minorité d'actionnaires ou de dirigeants-actionnaires est à envisager. Des tests de l'hypothèse sont possibles : ils s'appuient sur l'obligation faite aux *insiders* aux Etats-Unis, de déclarer toute transaction à la SEC. Ces déclarations font l'objet d'une publication dans un délai d'un mois (*SEC : Official Summary of insider Transactions*).

⁶ « *since owner-managers generally pre-commit to refrain from tendering, in order to strengthen their offers signalling potential, unsuccessful signalling via premium self-tender offers reduces their wealth* » Comment et Jarrell (1991).

3. Impact observé des rachats d'actions

La discussion ci-après concerne davantage les rachats d'actions tels qu'ils sont pratiqués en Grande Bretagne ou aux Etats-Unis. Le rachat de ses actions par une société soulève dans ce contexte différentes questions.

3.1. Les modalités des programmes de rachats

Les rachats d'actions sont principalement pratiqués sur le marché américain par ramassage en bourse (*open market repurchase*) et par offre publique (*tender offer*). Dans ce dernier cas l'offre peut être faite à prix fixe (*fixed-price self-tender offer*) ou suivant un procédé d'enchères à la hollandaise (*Dutch-auction self-tender offer*). Mais ils peuvent également être réalisés par divers arrangements privés ou encore via des contrats optionnels (*tender put* ou *TPRs*).

Un programme de rachat d'actions est lancé sur un vote du conseil d'administration (*board of directors*) qui autorise la direction à procéder au rachat d'un nombre spécifié d'actions. Le contrôle par les autorités boursières est surtout réalisé a posteriori : il vise à s'assurer de l'égalité de traitement des actionnaires, d'une absence d'enrichissement personnel des *insiders* (voir annexe).

- Les plans de ramassage en bourse sont les plus fréquents (1 197 cas de « *common stock repurchase authorisations* » de 1985 à 1988 suivant Comment et Jarrel, 1991), ils concernent en moyenne 5% des actions émises et la période de rachat s'étale sur une année (Vermaelen, 1981).
- Dans une offre d'achat à prix fixe, en moyenne la période débute 5 jours après l'annonce et dure 20 séances. L'offre comporte une date de début d'offre, une date d'expiration, un nombre d'actions que l'entreprise se propose de racheter et un prix ferme. En moyenne 16%⁷ des actions en cible et la prime proposée est de 23% (rapport entre le prix fixe et le cours avant l'annonce)⁸. Lorsque le nombre d'actions proposées est supérieur au nombre que l'entreprise proposait initialement de racheter, deux cas sont possibles : une réduction au prorata ou un rachat de la totalité proposée. Pour Masulis (1980) sur 199 cas étudiés, 117 correspondent à des sur-souscriptions. Dans 60 cas toutes les actions proposées ont tout de même été rachetées et dans 57 une réduction au prorata a été opérée. Dielman, Nantell et Wright (1980) sur la période 1957 à 1974 recensent 174

⁷ Pour Masulis (1980), et 20% pour Dann (1981), 17,06% pour Lakonishok et Vermaelen (1990), Pour ces derniers auteurs, en moyenne 16,41% des actions sont effectivement rachetées., l'entreprise rachetant en moyenne 87% des actions présentées.

⁸ La prime est de 19,6% pour Vermaelen (1984), de 21,79% pour Lakonishok et Vermaelen (1990) (mesurée cinq séances avant l'annonce).

rachats par 139 entreprises. Ils dénombrent 77 offres publiques par 70 entreprises et 97 ramassages d'actions par 77 sociétés. Sur la période, 139 entreprises procèdent à des rachats multiples. Lakonishok et Vermaelen (1990) identifient 258 offres publiques à prix fixe entre 1962 et 1986 pour les entreprises cotées au NYSE, à l'AMEX et sur le OTC.

- Une offre de rachat avec enchères à la hollandaise (*Dutch-auction self-tender offer*) indique un nombre d'actions que l'entreprise se propose de racheter et deux bornes de prix de rachat à l'intérieur desquelles les offres doivent être formulées. Dans cette fourchette, chaque actionnaire peut fixer le prix minimum auquel il accepte de céder les actions qu'il détient. Les propositions sont ordonnées suivant les prix minimums exprimés et la confrontation avec le nombre d'actions que l'entreprise souhaite racheter permet de fixer le cours de rachat à la valeur la plus faible possible. Ce prix de rachat est appliqué à toutes les offres de rachat exprimées avec un prix égal ou inférieur. Comment et Jarrel (1991) recensent 165 offres publiques de 1984 à 1989, dont 72 hollandaises.
- Les *tender put* (TPRs), auquel Merrill Lynch donne le nom commercial de SHARPS (*Share repurchase put*) ou qui sont dénommés TSRRS (*Transferable Share Repurchase Rights to sell*) par Morgan Stanley. L'entreprise émet des TPR distribués à chaque actionnaire au prorata de sa participation, chaque TPR donne le droit de livrer une action à un prix et durant une période fixés à l'avance. Les droits sont négociables (ce qui est particulièrement intéressant en cas d'anticipations hétérogènes) ou exerçables et la fiscalité plus clémente. Voir Kale, Noe et Gay (1989).

Les opérations de rachat ont eu tendance à prendre de l'importance à partir du milieu des années quatre-vingt. Barclay et Smith (1988) montrent qu'en 1986 12,4% des firmes admises au NYSE pratiquent un rachat par ramassage et 2,79% par offre publique. Le montant des rachats (plus de 40 milliards de dollars), représente 56% des dividendes en numéraire en 1986, contre environ 13% en 1983. Les entreprises qui procèdent à un rachat de leurs propres actions ont des caractéristiques semble-t-il différentes de celles des autres entreprises. Un taux d'endettement inférieur, une rentabilité plus faible (*inferior operating performance*), et une croissance plus faible (Norgaard et Norgaard, 1974; Rosenberg et Young, 1976).

Les études empiriques excluent le plus souvent : les offres non exprimées en numéraire, les offres révisées (Masulis, 1980), les offres avec annonces concomitantes permettant de supposer la mise en place de dispositif anti-OPA, ou la radiation prochaine de la société (Vermaelen, 1981)

Tableau 3
Synthèse des études empiriques

Auteurs	période	Type opération	Nbre	Valeur prime	% cible	Réaction annonce	Cours après offre	Divers
Comment et Jarrel (1991)	84-89	Dutch	72			8%	11%	Le degré d'implication financière des dirigeants importe. La taille de l'opération affecte la réaction du marché
Comment et Jarrel (1991)	84-89	OPR	93			12%	10%	
Comment et Jarrel (1991)	85-88	Ram	1 197		5%	3,5%		Pas de réaction des obligataires <i>Positive earning surprise</i> après opération
Dann (1981)	62-76	OPR	143		20%			
Dann, Masulis et Mayers (1991)								Le risque (bêta) baisse
Dielman, Nantell et Wright (1980)	57-74	OPR	77			+9,7%		
Dielman Nantell et Wright (1980)	57-74	Ram	97			non		Pas d'effet richesse
Franz, Rao et Tripathy (1995)	83-8707	Ram	157					NASDAQ ; réduction d'asymétrie ; chute de 13% avant si opération « motivée par sous-évaluation »
Lakonishok et Vermaelen (1990)	62-86	OPR	258	21,79%	17,06%			Importance du financement par emprunt Les cours bougent 3 séances avant Réaction fonction du % d'actions rachetées (23,5% pour les 79 plus importantes)
Masulis (1980)	63-78	OPR	199	23%	16%	+17%		
Vermaelen (1981)				23%				Petites mieux contrôlées par <i>insiders</i> . Réaction plus forte
Vermaelen (1981)	70-78	Ram	244			+3,3%		Variable sur le nb d'offres publiques dans l'année avant
Vermaelen (1984)	62-77	OPR	131	19,6%	12%	+15%	+15,7%	

Note : Ram pour ramassage, OPR : offre publique de rachat à prix fixe, Dutch : offre publique de rachat avec enchère hollandaise

3.2. Effet richesse

Suivant une méthodologie d'étude d'événement, plusieurs études ont mesuré l'impact sur les cours le l'annonce de programmes de rachat d'actions. Deux voies méthodologiques donnant des résultats qualitativement proches ont été utilisées.

La plus fréquente consiste à estimer les taux de rentabilité en excès d'une norme autour de l'annonce des opérations, l'étude étant possible par sous-groupes. Comment et Jarrel (1991) calculent ainsi des taux de rentabilité quotidiens en excès de l'indice équilibré publié par le CRSP⁹.

Une autre approche consiste à mener des régressions des taux de rentabilité en excès du taux sans risque. Les variables explicatives introduites étant le taux de rentabilité d'un indice de marché (en excès du taux sans risque) et des variables binaires permettant de repérer les périodes d'annonces. Dielman, Nantel et Wright (1980) proposent ainsi une estimation en régression à coefficients aléatoires sur données de panel (*time series of cross sections*). La périodicité des taux de rentabilité est mensuelle, une première série de variables binaires vaut un si l'entreprise *i* initie un programme de rachat le mois *j* et zéro sinon, elles permettent de mesurer l'effet immédiat ou contemporain à l'annonce. D'autres séries de variables binaires saisissent des effets décalés.

3.2.1. *le cas général des offres publiques de rachat à prix fixe*

La réaction moyenne observée du marché aux offres publiques de rachat à prix fixe peut être schématisée selon la figure 1.

La réaction est concentrée à l'annonce. Pour Masulis (1980), la rentabilité en excès est de +17% sur les deux séances encadrant l'annonce et elle est positive dans 97% des cas.

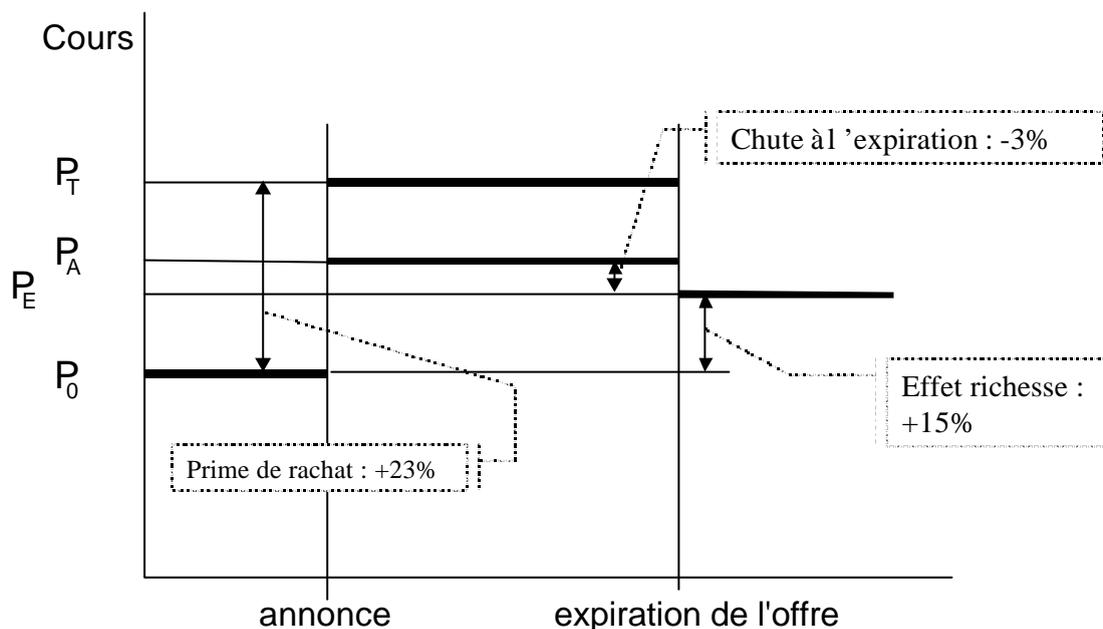
Vermaelen (1984) introduit le nombre total d'offres publiques constatées sur le marché l'année précédant l'offre de rachat, de manière à tenir compte du fait que l'opération peut être initiée pour éviter une OPA¹⁰. Le mouvement permanent de prix induit par le programme de rachat et corrigé de l'évolution du marché est estimé à +15,7%. Il est mesuré entre deux dates : 5 séances avant l'annonce et 10 séances après la date d'expiration de l'offre.

⁹ *Center of Research on Security Prices*, de l'Université de Chicago.

¹⁰ La menace d'offre publique accroît l'incitation à lancer des programmes de rachat. L'auteur constate un coefficient de corrélation de 80% entre les nombres d'offres publiques d'achat et de programmes de rachats d'actions (en données annuelles).

Dielman, Nantell et Wright (1980) étudient les taux de rentabilité mensuels 8 ans avant et 5 ans après les annonces de programmes de rachat, ils estiment à +9,7% en moyenne la réaction le mois d'annonce en excès de l'évolution générale et estiment par ailleurs que le coefficient bêta serait affecté négativement par l'opération. Cette estimation est la plus faible, sur cette période d'étude, parmi toutes les études publiées.

Figure 1
Les effets richesse des rachats d'actions (offre publique à prix fixe)



Source : d'après Copeland et Weston (1983, p. 522) : Masulis (1980), Dann (1981) ou Vermaelen (1981) reportent des réactions similaires représentées sur la Figure 1. Le prix de rachat (P_T) est en moyenne supérieur de 23% au cours antérieur (P_0), le cours après l'annonce (P_A) reste inférieur au prix de rachat (P_T) mais supérieur de 15% au cours affiché avant (P_0). Le cours après l'expiration de l'offre (P_E) est inférieur de 3% au cours observé durant la période d'offre (P_A).

3.2.2. *Les autres modalités de rachat*

Les résultats comparés publiés par Comment et Jarrell (1991) concernent une période plus récente (deuxième moitié des années quatre-vingt), ils permettent de préciser les réactions du marché suivant les modalités de l'offre.

1) la réaction du marché aux annonces d'offres publiques de rachat à prix fixe est confirmée, avec toutefois une ampleur moindre que celle observée dans les études antérieures. La progression des cours est d'environ 10% (P_E/P_0-1), une

baisse d'environ 2% (P_E/P_{T-1}) est constatée à l'expiration de l'offre.

- 2) la réaction est qualitativement identique mais de moindre ampleur pour les offres publiques avec enchères hollandaises : 8% à l'annonce et une légère progression des cours ensuite (3,5% non significativement différent de zéro).
- 3) la réaction est en revanche beaucoup plus faible pour les ramassages en bourse. La hausse des cours est d'environ 3,5%. Dielman, Nantel et Wright (1980) n'observent quant à eux aucune réaction lors de l'annonce de plan de ramassage. Franz, Rao et Tripathy (1995) s'intéressent aux ramassages (*open-market repurchases*) des sociétés cotées au NASDAQ de début 1983 à juillet 1987. Ils identifient 157 opérations. La chute de cours avant l'annonce du plan de rachat est remarquable : de -12% environ en 40 séances pour le sous-groupe identifié comme motivé par sous-évaluation du titre. La réaction du marché à l'annonce du lancement du plan de rachat est sur deux séances de +5,09%.

3.3. Les déterminants de l'effet richesse

L'hypothèse du contenu informatif domine (section 3.3.2). Certains résultats semblent toutefois valider pour partie l'hypothèse fiscale (section 3.3.1). En revanche l'hypothèse de transfert de richesse n'est pas supportée par les observations (section 3.3.1). Certaines observations surprennent, elles restent à confirmer et ont été regroupées dans un paragraphe intitulé « curiosités » (3.3.3).

3.3.1. *Fiscalité et transfert de richesse*

L'**hypothèse fiscale** offre une explication partielle des effets richesse constatés, en particulier, l'augmentation possible des économies potentielles d'impôt si le rachat est financé par emprunt. Masulis (1980) examine 138 offres pour lesquelles les modalités de financement du rachat sont indiquées dans l'offre. La réaction à l'annonce est de +21,9% pour les 45 finançant l'acquisition par endettement à plus de 50% contre une réaction de +17,1% « seulement » pour les 93 qui financent moins de la moitié du rachat par endettement.

L'hypothèse de **transfert de richesse** des obligataires vers les actionnaires n'est pas supportée par l'étude des réactions des obligataires lors de l'annonce de plans de rachat. Dann (1981) mesure les effets richesse sur les obligations émises par des sociétés procédant au rachat d'actions par offre publique : un effet positif est constaté sur les obligations convertibles et une absence d'effet sur les emprunts obligataires classiques.

3.3.2. *L'effet d'information*

Les différences de réaction suivant les modalités de l'offre sont compatibles avec l'hypothèse du contenu informatif. L'importance de la réaction est fonction du montant de la prime payée par l'entreprise (la plus forte pour les offres publiques à prix fixe, la plus faible pour les ramassages en bourse, puisque dans ce cas un prix de rachat n'est pas fixé). Toutefois ces résultats sont également compatibles avec la plupart des hypothèses concurrentes.

Comment et Jarrell (1991) répartissent les opérations de rachat, non plus suivant les modalités, mais suivant le **degré d'implication des dirigeants**. Ils définissent un premier groupe d'opérations dans lesquelles les dirigeants s'exposent personnellement (*officers and directors are at risk*). Cette situation de risque est associée à toute opération (que l'offre de rachat soit à prix fixe ou en enchère à la hollandaise) se traduisant par un renforcement de la prise de participation des dirigeants dans la société et à la condition que le prix proposé soit supérieur d'au moins 4% au cours en bourse observé 4 séances avant le lancement de l'offre.

La réaction du marché apparaît significativement plus forte lorsque les dirigeants prennent un risque financier personnel (+11% de progression des cours ajustés pour 69 observations contre 7% environ pour 30 cas), ce qui corrobore l'hypothèse de signalisation.

La réaction du marché est sensible à la **taille de l'opération**. Pour Masulis (1980) la réaction est de +23,5% à l'annonce de programmes de rachat à prix fixe pour les 79 plus importantes qui se caractérisent par un pourcentage d'actions achetées au-dessus de la moyenne; contre +12% pour les 120 dont le pourcentage d'actions rachetées est en dessous de la moyenne.

Comment et Jarrell (1991) montrent également une différence de réaction pour les opérations de ramassage en fonction de l'importance de l'opération. Ils répartissent les ramassages en trois groupes. Ceux dans lesquels les entreprises proposent de ramasser plus de 10% des titres admis en bourse sont accompagnés d'une hausse des cours de plus de 5% (280 cas); alors que la hausse n'est d'environ que de 1,5% pour les entreprises qui se proposent de racheter moins de 5% des actions (462 cas). Les taux de rentabilité indiqués sont constatés sur 50 séances ce qui permet probablement de faire abstraction d'effets d'illiquidité¹¹.

Franz, Rao et Tripathy (1995) s'intéressent aux ramassages et répartissent les opérations en deux groupes en fonction des **motivations exprimées** par les dirigeants dans leur annonce. Le sous-ensemble d'opérations identifié par les

¹¹ Logiquement, le nombre de titres échangés augmente de manière significative après l'annonce de l'opération (Franz, Rao et Tripathy, 1995, comparent l'activité 50 séances avant à 50 après)

auteurs comme composé de titres sous-évalués ¹² enregistre une réaction de +8,19% en deux séances (46 opérations) contre +3,78% pour les opérations autrement motivées ¹³ (111 opérations autrement motivées et 60 non motivées).

Pour Vermaelen (1984), la prime de rachat (rapport entre le prix proposé et le cours avant l'offre) ; la fraction des titres faisant l'objet du rachat et la fraction détenue par les *insiders* sont toutes trois corrélées avec le gain induit par l'opération. Ces trois variables observables par le marché sont, suivant la théorie du signal, probablement corrélées à l'information que les dirigeants souhaitent transmettre, ce qui là encore valide l'effet d'information.

Pour Vermaelen (1981) la réaction du marché est plus favorable dans le cas des firmes faiblement capitalisées. Pour l'auteur, dans ce cas les signaux seraient davantage nécessaires et mieux perçus. Les petites firmes seraient perçues comme étant plus étroitement contrôlées par les *insiders*.

Dann, Masulis et Mayers (1991) mettent en évidence un bénéfice publié supérieur aux anticipations (*earning surprise*) sur 3 ans après l'opération alors qu'un tel phénomène n'est pas décelable avant. L'importance de la surprise est de plus liée à la réaction du marché lors de l'annonce des rachats.

Hertzel et Jain (1991) trouvent une révision à la hausse des estimations de bénéfices à court terme mais pas à long terme à la suite des opérations de rachat d'actions.

Bartov (1991) confirme une baisse du bêta et montre une révision en hausse des prévisions de bénéfices par les analystes financiers lors de ramassages en bourse.

Barclay et Smith (1988) constatent pour les sociétés du NYSE procédant à un rachat d'actions par ramassage, un élargissement temporaire sur 2 ans de la fourchette (*bid-ask spread*), mais ils disposent d'observations annuelles de fourchettes. Et contrairement à leur analyse, si le rachat révèle des informations au marché, la fourchette devrait se réduire. Ce n'est que si le puzzle s'émiette et que l'annonce nécessite un décryptage, une recherche d'informations supplémentaires que la fourchette est susceptible de s'accroître. Miller et McConnell (1995), qui disposent d'observations quotidiennes de fourchettes, n'observent aucune variation de la fourchette relative sur le NYSE lors de l'annonce de plans de rachat.

Pour Franz, Rao et Tripathy (1995) la composante asymétrie d'information de la fourchette relative est réduite à la suite d'annonce de programmes de ramassage.

¹² Dans l'offre on trouve des phrases du genre : « *shares are attractively priced* », « *stock is an excellent investment* », « *shares are trading at depressed prices* », « *current prices don't reflect the value of the company* »... Cette classification faite à partir des communiqués des dirigeants est naïve, mais on remarque que la chute de cours avant l'annonce est de 13% en 50 séances pour ce groupe, contre 6% de chute pour les autres titres.

¹³ Mise en place d'un programme de *Stock option*, défense anti-OPA, reconcentration du capital (*antidilution*), ou encore opérations non motivées dans le communiqué.

Cette composante est estimée en rectifiant la fourchette observée pour tenir compte des variations de valeurs d'un certain nombre de variables introduites pour prendre en compte le coût d'inventaire et le coût de traitement des ordres (volatilité, volume d'échange, niveau des cours).

Avant l'annonce du programme de rachat des mouvements de cours sont observés. Logiquement de fortes baisses sont constatées dans les 50 séances avant l'annonce de programmes de ramassage. Pour Comment et Jarrel (1991), cette baisse de 5% est cohérente avec l'hypothèse de signalisation d'une action sous-évaluée ou maltraitée par le marché. Cinquante séances après l'annonce, les cours ont presque récupéré leur niveau antérieur. Les baisses avant l'annonce sont encore plus importantes pour Franz, Rao et Tripathy (1995) : en moyenne de -9,3% (pour 155 cas entre 1983 et juillet 1987), elles sont de -13% pour le sous ensemble des annonces explicitement motivées par les dirigeants par une sous-évaluation du titres (48 cas). Pour ces derniers auteurs, 50 séances après le lancement du programme, le niveau des cours a rejoint celui observé 50 séances avant.

Lakonishok et Vermaelen (1990) élargissent la période d'étude autour des annonces de rachat et montrent que les évolutions de cours des entreprises procédant à des rachats sont particulièrement performantes dans les deux ans suivant le rachat. Pour les auteurs cette observation montre que l'opération ne révèle pas tout immédiatement, et que les actions ne semblent pas sur payées.

Lakonishok et Vermaelen (1990) observent des réactions différentes en fonction de la taille des sociétés qui procèdent à des rachats et émettent une hypothèse d'effet d'information pour les entreprises faiblement capitalisées et de restructuration pour les grandes.

3.3.3. *Curiosités*

Pour Masulis (1980) les cours commencent à augmenter 3 séances avant l'annonce (+1,5%), ce qui permet de supposer la présence d'initiés. Des mouvements suspects semblent observés également par Comment et Jarrell (1991).

Lakonishok et Vermaelen (1990) mettent en évidence un profit d'arbitrage lié à un achat de l'action avant la fin de la période de rachat suivi d'une revente à l'entreprise. Cet arbitrage dégage +9% en une semaine pour 221 offres publiques à prix fixe entre 1962 et 1986, pour les entreprises cotées au NYSE, à l'AMEX et sur le OTC. Depuis 1980 les taux de rentabilité sont plus faibles. Ces résultats peuvent difficilement être imputables à des effets de liquidité dans la mesure où les volumes de transaction augmentent en moyenne de 300% par rapport à une période de référence antérieure, pour retomber à la date d'expiration. Toutefois les auteurs ne tiennent pas compte des fourchettes et l'anomalie n'apparaît ainsi pas totalement établie.

4. Conclusions et perspectives

Les programmes de rachat d'actions tels qu'il sont pratiqués aux Etats-Unis favorisent l'efficience informationnelle du marché. Les opérations, lancées très librement à l'initiative des dirigeants de sociétés cotées, sont un moyen de communication privilégié. L'observation des réactions du marché conforte l'hypothèse de signalisation. Le contrôle exercé par les autorités de marché est essentiellement réalisé *a posteriori*, il vise à assurer l'égalité de traitement des actionnaires et repérer les éventuelles opérations d'initiés. L'obligation qu'ont les *insiders* (dirigeants et actionnaires à plus de 10%) de déclarer à la SEC, de manière systématique, les transactions faites par eux-mêmes et les membres de leurs familles joue un rôle important, notamment car ce registre est public.

Tout le monde peut publier un communiqué, il est plus difficile pour un dirigeant actionnaire d'annoncer un rachat à un prix supérieur au cours en bourse et d'annoncer en même temps que lui-même ne souscrira pas. Une annonce formulée ainsi a une crédibilité forte. Le dirigeant-actionnaire montre sa confiance dans l'entreprise et dans la progression des cours au-delà du prix de rachat proposé.

Dans le cas français, les possibilités de rachat par une société de ses propres actions sont davantage contraintes. Une offre publique de rachat de ses propres actions est possible mais est utilisée essentiellement dans un objectif de restructuration du capital et le plus souvent annonce un retrait de la cote. Un ramassage en bourse n'est possible que dans la perspective d'un plan de rémunération des salariés ou dans un objectif « de régularisation des cours ». Ce dernier objectif apparaît ambigu.

La législation et la réglementation française des rachats d'actions sont complexes. La pratique systématique de suspension des cotations et les délais imposés, rendent très peu probable l'utilisation de ce type d'opération comme véhicule de communication.

L'assouplissement de la réglementation des ramassages en bourse est souhaitable. Elle pourrait s'accompagner d'un renforcement de l'obligation actuellement faite de reporter les opérations de rachat par ramassage à la Commission des Opérations de Bourse.

Une étude des réactions du marché autour des opérations de rachat d'actions par ramassage pourrait être entreprise en s'appuyant sur les déclarations obligatoires auprès de la Commission des Opérations de Bourse. L'objet d'une telle étude serait l'identification et la mesure d'un effet richesse, d'un effet liquidité et l'analyse de la composante asymétrie d'information présente dans les cours.

La nécessité de ne pas communiquer en clair certaines informations stratégiques, pour ne pas informer les concurrents de l'entreprise, ne doit pas toutefois masquer

les insuffisances de communication de certaines entreprises. L'information financière, sa qualité et sa fréquence sont la matière première indispensable à tout travail d'évaluation. Des progrès restent à faire à Paris par exemple dans la normalisation des documents comptables et l'augmentation de la fréquence des publications¹⁴ ou dans la tenue de registres renseignant sur les opérations menées par les dirigeants à titre personnel sur les actions des sociétés qui les emploient.

5. Annexe 1

Les textes réglementant les rachats

Les dirigeants peuvent proposer aux actionnaires de racheter leurs actions. Les législations réglementent et souvent contraignent fortement ce type de pratique.

Le rachat d'actions recouvre des pratiques très différentes et les réglementations sont très hétérogènes d'un pays à l'autre. Cette annexe se propose d'apporter des précisions sur ce second point, en considérant successivement le cas de la France, de la Grande Bretagne, de l'Allemagne et des Etats-Unis¹⁵.

5.1. Le rachat d'actions en France

Pour les sociétés françaises la loi du 24 juillet 1966, articles 217-2 et suivants, pose le **principe d'interdiction** du rachat, de la souscription ou prise en gage de ses actions par une société. Ce premier texte est renforcé par le texte du 30 décembre 1981 qui interdit également le rachat par des prête-noms. Mentionnons «également la loi du 8 août 1994 «portant diverses dispositions d'ordre économique et financier» qui apporte certaines modifications aux textes précédents et également la réglementation définie par la Commission des Opérations de Bourse qui complète le tout.

Des dérogations au principe d'interdiction sont possibles : pour régulariser le cours du titre¹⁶, en cas d'une réduction du capital non motivée par des pertes¹⁷, en vue

¹⁴ Alors que l'on s'attend à une réduction de la situation d'asymétrie lors de l'annonce des bénéfices, c'est le phénomène inverse qui est observé à Paris. La complexité et la diversité des normes comptables expliquent probablement que l'annonce d'un bénéfice, au lieu de renseigner définitivement le marché, lance la course à la recherche d'informations nécessaires au décryptage de l'annonce (voir Gajewski, 1996).

¹⁵ Cette section s'inspire très largement des articles 703 à 709 du «Lamy du Financement», Couret, Devèze et Hirigoyen, 1996.

¹⁶ Egalement pour régulariser celui du certificat d'investissement.

¹⁷ Des pertes excessives peuvent justifier une réduction du capital social: elle est réalisée en réduisant au prorata les positions de tous les actionnaires et non par rachat en bourse.

d'une rémunération en titres des salariés, ou à l'occasion de certaines opérations de restructuration.

D'une manière générale, une société ne peut détenir que 10% de ses actions et sous réserve d'une approbation préalable par l'assemblée générale. Les actions détenues perdent : le droit de vote ; le droit au dividende ; le droit préférentiel de souscription (le droit d'attribution semble maintenu). Le rachat des ADP éventuellement émises doit intervenir avant celui des actions.

Ces dispositions générales sont complétées suivant les motivations annoncées pour l'opération de rachat.

Postérieurement au rachat, les actions sont cédées ou annulées. En cas d'annulation la loi de 1966 (articles 215 et 216) organise un droit d'opposition notamment aux créanciers obligataires.

On distingue ici le rachat d'actions par ramassage en bourse, l'offre publique de retrait et l'offre publique de rachat (ou réduction du capital non motivée par des pertes).

5.1.1. Ramassage

La société peut se retrouver en possession de ses propres titres à l'occasion d'opérations de fusions-absorption ou à la suite d'un ramassage en bourse. Ce dernier cas est possible : pour régulariser le cours du titre, en cas d'une réduction du capital non motivée par des pertes, en vue d'une rémunération en titres des salariés, ou à l'occasion de certaines opérations de restructuration.

5.1.1.1. Rachat visant une régularisation des cours

Dans l'hypothèse d'un rachat en vue d'une régularisation de cours :

- L'autorisation demandée à l'assemblée générale des actionnaires, ne peut être obtenue que pour une période d'au plus 18 mois. La demande doit comporter mention d'un nombre d'actions maximum et d'une plage de cours.
- La COB a introduit plusieurs conditions précisant les conditions de rachat sur le marché :
 - ✓ *Les interventions doivent représenter moins de 25% du volume sur une période de référence de 5 jours avant la période de rachat si le titre est négocié au RM et 30 au comptant. Ce qui signifie que chaque séance le volume racheté doit être inférieur au quart de la moyenne des échanges constatés sur les x séances précédentes (x=5 ou 30 avec période glissante).*
 - ✓ *Le hors bourse n'est pas pris en compte dans la détermination de la limite en volume car il est « par définition sans influence sur les*

cours » ! Lamy, p. 406, n° 701, voir bulletin de la COB, mai 1991, p 11.

- ✓ *Les interventions doivent être réalisées en contre tendance*
- ✓ *Un seul intermédiaire doit être sollicité par séance de bourse*
- Les actions ainsi achetées doivent être cédées dans un délai d'un an. Elles peuvent également semble-t-il être annulées. Quoique sur ce point la position de la COB (Bulletin n° 168 de 1984) soit de considérer que seule la cession soit à envisager; alors que la loi de 1994 semble autoriser la cession ou le transfert par tous moyens.
- **Un registre des achats-ventes doit être tenu par la société et transmis à la COB mensuellement.**

La Commission des Opérations de Bourse n'est pas hostile au rachat qui doit « permettre une meilleure liquidité, conforter la notoriété des sociétés cotées ». Mais « réguler ne signifie pas faire le marché ». La COB contrôle la sincérité du rachat, qui doit être réalisé dans un but constructif, et non en vue de manipuler les cours.

Les « contrats de liquidité » pour les sociétés du second marché ne relèvent pas de la loi de 1966.

5.1.1.2. Rachat à l'occasion d'une fusion

A l'occasion d'une fusion-absorption, une société peut se retrouver acheteuse de ses propres actions, détenues par la cible en titres de participation ou titres de placement. Ces actions doivent être cédées dans un délai de 2 ans ou annulées.

5.1.1.3. Rachat en vue d'une rémunération de salariés

Dans le cas d'une rémunération des salariés en actions, il n'est pas prévu de décision d'assemblée générale. L'attribution doit être faite dans un délai d'un an suivant leur acquisition en bourse. Un registre des achats doit être tenu, et les opérations doivent être mentionnées dans le rapport annuel du conseil d'administration à l'assemblée des actionnaires.

Sur la suggestion de la commission de loi du Sénat (rapport Dailly) il est prévu que les actions rachetées puissent être offertes aux salariés dans le cadre d'un plan d'actionnariat. A charge pour la société d'informer mensuellement le Conseil des marchés Financiers qui lui-même informe le public.

5.1.2. Offre publique de rachat

L'offre publique de rachat par la société de ses propres actions est faite en vue d'une réduction du capital, au titre de l'article 5-3-2, alinéa e) du règlement général du Conseil des Marchés Financiers. La décision du Conseil des Marchés Financiers est notamment relative au prix proposé. La décision est prise par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires. Les créanciers peuvent faire opposition. Suivant le principe d'égalité, la société doit adresser une offre de rachat à tous ses actionnaires. L'opération a le statut juridique d'un remboursement et non celui d'une cession de titres. La COB donne son visa.

Une suspension des cotations est systématiquement décidée par le Conseil des Marchés Financiers au dépôt du projet d'offre publique de rachat. Le projet mentionne également et de manière quasiment systématique l'intention des principaux actionnaires.

Le gain réalisé par l'actionnaire à la revente de ses actions est intégrable au revenu et n'est pas imposé au titre des plus values. Suivant l'arrêt du conseil d'état du 8 juillet 1992 : des produits de même nature répartis par une société à ses actionnaires pourraient suivre un régime fiscal différent suivant la forme de la distribution, ce qui ne serait pas justifié. Une imposition à 16% (à l'époque) risquerait de déstabiliser le régime d'imposition des dividendes suivant la réponse apportée par le ministre (Journal Officiel du 5 décembre 94, p 6033).

5.1.3. Offres publiques de retrait

La loi du 2 août 1989 met en place les premières modalités d'offres publiques de retrait à la bourse de Paris. Elles peuvent intervenir dans les situations suivantes ¹⁸

- Suite à la transformation de la société en commandite par actions, ce qui nécessite une décision des actionnaires à la majorité des 2/3. (au titre de l'article 5-5-4 du règlement général du Conseil des marchés financiers).
- En raison d'une modification significative des dispositions statutaires (article 5-5-5 du règlement général).
- Dans le cas d'une demande par un actionnaire minoritaire d'une société contrôlée par un majoritaire à plus de 95 % des droits de vote (article 5-5-2).
- Dans le cas d'une demande par un actionnaire majoritaire contrôlant plus de 95% des droits de vote (article 5-5-3).
- Comme procédure de retrait obligatoire (*squeeze-out*) possible, suivant la loi du 31 décembre 1993, à l'issue d'une OPR (article 5-6-1).

¹⁸ Lamy du financement, n° 1428.

5.2. Le rachat d'actions à l'étranger

5.2.1. *Réglementation britannique*

Interdiction totale en Grande Bretagne sauf pour réduire le capital. Mais le recours à un prête-nom est possible, y compris si la société accorde un prêt à un tiers pour racheter ses propres actions.

Un plafond de 5% du capital par an et de 15% en cumulé est fixé quant à la détention de ses propres actions.

Les actionnaires ayant cédé leurs actions sont responsables du passif du bilan à hauteur du montant encaissé si l'actif de la société est insuffisant à payer les dettes et le coût de liquidation durant l'année suivant le rachat.

Tout rachat à un prix supérieur au prix de souscription par l'actionnaire constitue une distribution imposable en tant que dividende et soumise à une avance de 3/7^e à déduire (*advance corporation tax*).

5.2.2. *Réglementation allemande*

L'opération de rachat d'actions est interdite en principe. Les exceptions concernent les distributions aux employés, ou pour éviter « tout dommage grave et imminent », ou même pour proposer les actions à une autre société liée. Mais pas pour régulariser les cours.

Le rachat est fait dans la limite de 10% du capital (au delà les actions doivent être cédées dans les trois ans), il est sans limite si réduction du capital.

5.2.3. *Réglementation américaine*

Il n'y a pas d'interdiction (loi de 1934). Les réglementations visent à empêcher :

- un rachat réalisé en vue d'obtenir une radiation et échapper ainsi au contrôle de la SEC.
- Un rachat visant à obtenir ou conforter le contrôle de la société
- Un rachat contraire aux intérêts de la société
- Un rachat ne respectant pas l'égalité des actionnaires. En particulier les dirigeants et les actionnaires détenant plus de 10% (*insiders*) ne doivent pas tirer profit de l'opération au détriment des autres actionnaires.
- Un rachat prétexte à une manipulation des cours
- La publication d'informations incorrectes à l'occasion d'un rachat.
- Un rachat spoliant les créanciers.

Fiscalement, le rachat d'actions est plus avantageux que la distribution de dividendes : c'est le taux d'imposition sur les plus values qui s'applique.

6. Bibliographie

- Asquith P. et D.W. Mullins Jr, 1986**, Equity issues and offering dilution, Journal of Financial Economics, Vol 15, n°1&2, p. 61-89.
- Barclay M. et C. Smith, 1988**, « Corporate payout policy : cash dividends versus open-market repurchases », Journal of Financial Economics, 22, p. 61-82.
- Bartov E., 1991**, Open-market stock repurchases as a signal of earnings and risk changes, Journal of Accounting and Economics, 14, p. 275-294.
- Bhattacharya S., 1979**, Imperfect information, dividend policy and the « bird in the hand » fallacy, Bell Journal of Economics, Spring, p. 259-270.
- Comment R. and G.A. Jarrell, 1991**, 'The relative signalling power of Dutch-auction and fixed-price self tender offers and open-market share repurchases', The Journal of Finance, 46, September, p. 1243-1271.
- Constantinides GM. and BD. Grundy., 1989**, «Optimal Investment With Stock Repurchase And Financing As Signals», Review of Financial Studies, v2(4), 445-466.
- Copeland T. et J.F. Weston, 1983**, Financial theory and corporate policy, Addison Wesley.
- Couret A., J. Devèze et G. Hirigoyen, 1996**, Lamy du financement, Editions Lamy.
- Dann L, 1981**, « Common stock repurchases : an analysis of returns to bondholders and stockholders », Journal of Financial Economics, Vol 9, June, p. 115-138.
- Dann LY., RW. Masulis and D Mayers, 1991**, Repurchase Tender Offers And Earnings Information, Journal of Accounting and Economics, v14(3), 217-251.
- Décisions et Avis de la Société des Bourses Françaises, 1992-1997**, Quotidien diffusé sur support papier et par télécopie.
- Dielman T., T. Nantell et R. Wright, 1980**, 'Price effects of stock repurchasing : a random coefficient regression approach', Journal of Financial and Quantitative Analysis, 15, March, p. 175-190.
- Franz D.R., R.P. Rao et N. Tripathy, 1995**, 'Informed trading risk and bid-ask spread changes around open market stock repurchases in the NASDAQ market', The Journal of Financial Research, 18, n° 3, Fall, p. 311-327.

- Gajewski J.F., 1996**, « Les mécanismes de révélation de l'information sur les marchés financiers », Thèse de doctorat de Sciences de Gestion, Université Paris-Dauphine.
- Hertzel M and P.C. Jain, 1991**, Earnings And Risk Changes Around Stock Repurchase Tender Offers», Journal of Accounting and Economics, v14(3), 253-274.
- Jensen M.C., 1986**, Agency costs of Free cash flow, Corporate finance, and Takeovers, American Economic Review, Vol 76, n° 2, p. 323-329.
- Kale J.R., T.H. Noe and G.D. Gay, 1989**, «Share Repurchase Through Transferable Put Rights: Theory And Case Study», Journal of Financial Economics, v25(1), 141-160.
- Lakonishok J. and T. Vermaelen, 1990**, «Anomalous Price Behavior Around Repurchase Tender Offers», Journal of Finance, v45(2), 455-478.
- Masulis Ronald W., 1980**, «Stock Repurchase By Tender Offer: An Analysis Of The Causes Of Common Stock Price Changes», Journal of Finance, v35(2), 305-319.
- Miller J.M. and J.J. McConnell, 1995**, Open-Market Share Repurchase Programs And Bid-Ask Spreads On The NYSE: Implications For Corporate Payout Policy, Journal of Financial and Quantitative Analysis, v30(3), 365-382.
- Miller M.H. et F. Modigliani, 1961**, Dividend policy, Growth, and the valuation of shares, Journal of Business, Vol 34, n° 4, p. 411-433.
- Miller M.H. et M. Scholes, 1978**, Dividends and taxes, Journal of Financial Economics, Vol 6, n° 4, p. 333-364.
- Norgaard R. and C. Norgaard, 1974**, A Critical Examination Of Share Repurchase, Financial Management, v3(1), 44-50.
- Rosenberg M. and A. Young, 1976**, The Performance Of Common Stocks Subsequent To Repurchase By Recent Tender Offers, Quarterly Review of Economics and Business, v16(1), 109-112.
- Stulz R.M., 1988**, Managerial control of voting rights : financing policies and the market for corporate control, Journal of Financial Economics, Vol 20, n° 1&2, p. 25-54.
- Vermaelen T., 1981**, Common stock repurchases and market signalling an empirical study, Journal of Financial Economics, 9, June, p. 139-183.
- Vermaelen T., 1984**, Repurchase Tender Offers, Signaling, And Managerial Incentives, Journal of Financial and Quantitative Analysis, v19(2), 163-181.
- Williams J., 1988**, « Efficient signalling with dividends, investment, and stock repurchases », The Journal of Finance, Vol 43, n° 3, July, p. 737-747.