

Coordonné par
Évelyne Poincelot et Kirsten Burkhardt-Bourgeois

FINANCE D'ENTREPRISE

**Gestion du haut
et du bas de bilan**

Études de cas



Rachat d'actions en période de crise sanitaire : réactions boursières, valorisation et motivations implicites des dirigeants

Dominique POINCELOT

En pleine crise sanitaire, l'économie et les marchés sont touchés par un niveau élevé d'incertitude et une baisse majeure des cours. Fin 2020, une soixantaine de groupes comme BIC sont contraints de suspendre ou de réduire leurs distributions de dividendes¹ d'autres suspendent leurs programmes de rachat d'actions. Mais en pleine tourmente, la plupart des sociétés n'hésitent pas à lancer de nouveaux programmes en rassurant leurs actionnaires, évoquant la bonne solidité financière et la pertinence de leur stratégie. Ainsi, Xavier Durand, Directeur général de Coface, communique le 26 octobre 2020 de bons résultats opérationnels et le lancement d'un programme de rachat d'actions au maximum de 15 M € ; Klépierre dans un communiqué du 22 juin 2020, annonce l'annulation de 2 724 897 actions rachetées ; OL Groupe poursuit également quotidiennement ses rachats d'actions courant octobre 2020. Le groupe Suez, face à l'offre de Véolia, engage une politique de restitution très favorable pour ses actionnaires. Dans un communiqué du 22 septembre 2020, le groupe s'engage à restituer jusqu'à 2 milliards d'euros de liquidités à ses actionnaires dont 1 milliard au titre du dividende et un autre milliard au titre de dividende exceptionnel ou en pratiquant des rachats d'actions au premier semestre 2021.

1. D'après le Rapport du Haut Comité de Gouvernance d'Entreprise publié en novembre 2020, 32 sociétés cotées adhérentes de l'Afep (Association française des entreprises privées – cf. lexique page 18) auraient suspendu leur dividende. Au total, annulations et baisses représenteraient 27 milliards d'euros ou une baisse de 41 % relativement à 2019. Les entreprises qui bénéficient des aides de l'État (Prêts garantis par l'État...) liées à la crise ont une contrainte de versement de dividendes au titre de l'année 2020 ou de rachats d'actions.

Pourtant, comme le démontre souvent Michel Albouy, « dividendes et rachats d'actions n'enrichissent pas les actionnaires ! » (the Conversation, 23 mars 2016). Alors quelles seraient les motivations implicites du top management à racheter des titres ? Il s'agit pour ces dirigeants de rassurer le marché en lançant un signal fort.

Nous étudions leur impact sur les cours boursiers en supposant que les cours seraient sous-évalués lors de l'annonce du programme. Comme souvent évoqués par le top management et confortés par les travaux académiques, les rachats d'actions seraient un moyen opportun de provoquer une réaction positive du marché en période incertaine et en cas de cours décoté. À travers l'étude d'un programme de rachat du Groupe MATEBAIN, nous analysons la réaction boursière, la valorisation et les motivations implicites des dirigeants.

I. Le contexte financier

« 9 novembre 2020, le CAC 40 s'enflamme après l'annonce d'un vaccin efficace contre le Covid-19. C'est Pfizer qui a déclenché cet enthousiasme du marché. Le laboratoire américain, qui travaille avec la biotech allemande BioNTech, a annoncé que son vaccin expérimental était efficace à plus de 90 % pour prévenir la Covid-19. Il n'en fallait pas plus pour que les investisseurs se prennent à espérer un retour à la normale rapide de l'économie mondiale, pouvant favoriser les secteurs durement attaqués depuis maintenant six mois » (communiqué *Boursorama*, 9 novembre 2020, 16 h 29).

En fin d'année 2020, en pleine crise sanitaire, les bourses sont extrêmement nerveuses et les rentabilités s'emballent. Bien entendu, le secteur de la santé est directement concerné avec des petites sociétés spécialisées dans la recherche et le dépistage. Certaines, comme Novacyt, société spécialisée dans le développement, la fabrication et la commercialisation de produits de diagnostic *in vitro* ont connu des flambées de cours record (au 9 novembre 2020, +5 000 % depuis janvier 2020) avec des périodes d'effondrements et de sursurractions au fur et à mesure de l'arrivée d'informations positives ou non.

En cette période incertaine, l'arrivée de nouvelles informations¹ provoque des ondes de choc inédites favorisant ou pénalisant certaines sociétés. Force est de constater que le contexte engendre de grandes manœuvres (OPA, fusions-acquisitions, ...). Les dirigeants sont obligés de contrer des opérations hostiles. Au-delà d'un renouvellement

1. Le 9 novembre 2020, Euronext a connu une euphorie d'achats avec des hausses records en séance (Klépierre ou Unibail-Rodamco-Westfield gagnaient plus de 20 %). À l'inverse, les jeunes pépites innovantes étaient survendues. Le succès d'un nouveau vaccin innovant temporelise l'attrait de futurs tests ou de médicaments candidats (Theradiag, Biosynex, ou Novacyt ont été largement chahutées avec une chute du cours jusqu'à 30 % en séance).

du plan stratégique (cf. encadré du cas Unibail) ou de la nécessité d'un renforcement des fonds propres ou des changements de structure de propriété, il convient prioritairement pour les dirigeants de rassurer ou de « choyer » les actionnaires.

Suite au plan Reset d'*Unibail-Rodamco-We* (URW), Xavier Niel et l'ancien PDG d'Unibail, Léon Bressler, (au sein d'un consortium détenant 5 % du capital) ont livré une réelle bataille d'actionnaires contre le management en place. Christophe Cuvillier (le DG) a dû se plier aux votes en AG rejetant sa stratégie d'acquisition et l'obligeant à renoncer à son opération d'augmentation de capital... Faut-il y voir une simple différence d'appréciation stratégique, un objectif de réaligement des cours sur la valeur ou une logique de gouvernance ?

C'est le cas en fin d'année 2020, du PDG de Danone. Craignant l'arrivée d'actionnaires activistes, Emmanuel Faber assumait devant les actionnaires un plaidoyer pour la rentabilité et la valorisation du cours de l'action à sa juste valeur.

En présence d'un marché largement décoté et soumis à des contraintes réglementaires de distribution aux actionnaires, il convient pour ce top management d'user d'un outillage financier subtil pour provoquer une réaction du marché boursier favorable. Les rachats d'actions sont un levier pertinent et prisé depuis plus de 20 ans car ces opérations permettraient de réajuster les cours sur la qualité intrinsèque des projets en cours pour les sociétés prometteuses.

II. La réglementation et la logique économique des rachats d'actions

Selon la réglementation 98-03 de l'AMF, les sociétés peuvent acquérir, transférer ou céder leurs propres actions par tous moyens (par blocs, de gré à gré ou via des produits dérivés d'actions). La conservation des titres rachetés est accordée sous réserve d'abandon des droits de vote et aux dividendes. Il s'agit du droit à une « meilleure allocation du capital dans l'économie » : les sociétés devaient être en mesure d'ajuster leur surface financière à leur métier. En rachetant leurs actions puis en les annulant, les dirigeants restituent des liquidités aux actionnaires, réduisant le capital. Précisément, dans un contexte économique favorable, les sociétés qui connaissent des excédents de trésorerie (au-delà des opportunités d'investissement rentables) ou qui désirent recentrer leur activité sur leur métier originel ont intérêt à annuler une fraction du capital social, de manière à générer un effet de relution¹. Contrairement

1. Cf. lexique page 18.

à la distribution de dividendes, de telles opérations améliorent mécaniquement le bénéfice par action par la réduction de leur nombre (effet de relution). Ainsi, la réduction du capital devient un acte de gestion « à flux tendu » du capital, rapprochant le cadre juridique français des pratiques anglo-saxonnes.

Depuis le 28 janvier 2003, le règlement européen¹ reconnaît une légitimité (« safe harbour ») d'intervention sur ses propres actions dans deux situations : les rachats d'actions en vue de leur annulation et à des fins de couverture de plans d'options (créances convertibles) et lorsqu'ils répondent à des conditions de prix, de volume et d'abstention d'intervention lors de périodes spécifiques. Les interventions de rachats dans le cadre de la stabilisation de cours (animation de cours) s'exercent dorénavant dans le cadre d'une charte de déontologie reconnue par l'AMF en 2005. Concernant le prix, l'émetteur s'abstient d'acheter des actions à un prix supérieur à celui de la dernière opération indépendante... et ne peut acheter « plus de 25 % du volume quotidien moyen du marché... ».

Dès 2005, des assouplissements des conditions techniques ont permis notamment l'abandon de l'obtention du visa de l'AMF et depuis 2016, le programme est soumis à l'autorisation de l'assemblée générale après publication de l'avis de convocation et de description du programme au BALO².

Lexique

AFEP (Association française des entreprises privées) : organisation française fondée en 1982, représentant des grandes entreprises françaises privées de dimension mondiale présentes en France.

Effet de relution : contrairement à la dilution lors d'une augmentation de capital, les rachats d'actions suivis d'une annulation des actions propres impliquent une diminution du nombre d'actions et mécaniquement la relution du capital pour les actionnaires qui ne participent pas à l'opération : le taux de détention est plus fort, le bénéfice par action est plus élevé.

1. Le programme doit être établi conformément au Règlement européen 2273/2003 du 22 décembre 2003 pris en application de la Directive 2003/6/CE du 28 janvier 2003 dite « abus de marché » concernant les programmes et la stabilisation des cours des instruments financiers.
2. Conformément aux dispositions du règlement délégué n° 2016/1052 complétant le règlement européen n° 596/2014 par des notes techniques de réglementation : article 241-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

III. Énoncé du cas : Programme de rachat d'actions MATEBAIN

Le Groupe MATEBAIN est un leader mondial présent dans 70 pays. Il « conçoit, produit et distribue des matériaux pour améliorer l'habitat et la vie quotidienne ». Il souhaite répondre au défi de la construction durable. Fort d'un nouveau plan stratégique depuis 2018, le groupe vise une plus forte agilité et se recentre sur la création de valeur...

En 2019, le groupe dégage un chiffre d'affaires de 42,6 milliards d'euros (+ 1,9 %), un résultat d'exploitation de 3,39 Mds (+ 5,7 %) et un résultat courant 1,915 Mds (+ 10 %). Au premier semestre 2020 en dépit d'une stratégie de réduction des coûts, de changement de périmètre (cession d'activités), le chiffre d'affaires est en baisse – 18,1 % (d'après les comptes consolidés semestriels de la société).

1. Données comptables et financières

Le bilan (source *Boursorama.com*) simplifié est le suivant :

MILLIERS EUR	12.19	12.20
Chiffre d'affaires	42 573 000	38 128 000
Résultat net (part du groupe)	1 406 000	456 000

MILLIERS EUR	12.19	12.20
Écart d'acquisition	10 029 000	10 028 000
Immobilisations incorporelles	2 709 000	2 505 000
Immobilisations corporelles	11 707 000	11 072 000
Actifs financiers non courants	3 511 000	845 000
Stocks et travaux en-cours	6 200 000	5 362 000
Créances clients et comptes rattachés	4 813 000	4 597 000
Autres actifs	6 027 000	5 774 000
Trésorerie et équivalents de trésorerie	4 987 000	8 443 000
Total actif	49 983 000	48 626 000
Capitaux propres	19 780 000	18 203 000
Provisions pour risques et charges non courantes	3 610 000	3 466 000
Dettes financières non courantes	12 838 000	12 621 000
Dettes financières courantes	2 640 000	3 003 000
Fournisseurs et comptes rattachés	6 000 000	5 897 000
Autres passifs	5 115 000	5 436 000
Total passif	49 983 000	48 626 000

Début 2020, le cash flow libre défini selon les comptes consolidés de la société est de 1,857 Mds en forte hausse de plus de 50 % et de 1,678 Mds au 30 juin 2020. Les comptes consolidés au 30 juin 2020 mentionnent un bénéfice net par action de 0,51 euro (en baisse de 70 % par rapport à la même période S1 en 2019).

De fin 2019 à mars 2020, l'évolution du cours a été marquée par une certaine stabilité en oscillant entre 32 et 37 euros selon un canal horizontal. En mars 2020, ils subissent une sévère chute de 52 %. Depuis la tendance est haussière jusqu'en mars 2021 (cf. graphique et tableau suivants).

Graphique 1. Cours de MATEBAIN et de l'indice CAC 40

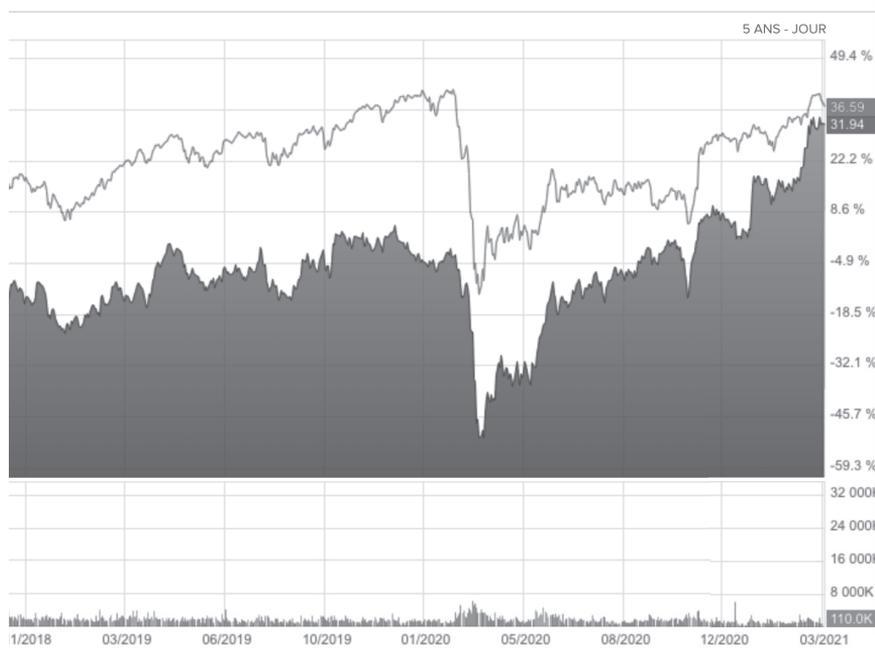


Tableau 1 : Cours de MATEBAIN et de l'indice CAC40 autour de l'annonce du programme de rachat

Cours de clôture	T – 1 mois	T0 (13 mai 2020)	T + 1 mois	T + 3 mois
MATEBAIN	25,98	23,81	29,91	34,49
CAC 40	4 506,8	4 344,9	4 839,2	5042,4

C'est une valeur de rendement avec une forte corrélation à l'indice CAC40.

2. Descriptif du programme

Nous présentons les principaux éléments du programme de rachat d'actions propres communiqué le 13 mai 2020 et qui a été soumis à l'AG du 4 juin 2020.

La société souhaite lancer un nouveau programme qui fait suite au programme lancé en juin 2019. À ce titre, la société dispose d'un nombre total d'actions détenues de 7 970 942 actions (1,5 % du capital). Les actions détenues ont pour destination : 2 447 679 actions pour assurer les plans d'actions de performance et pour les salariés ; 5 458 055 actions détenues en vue de leur annulation et 65 208 actions sont détenues en vue de l'animation du marché.

Les objectifs du nouveau programme sont conformes à ceux d'autres groupes cotés :

- la régulation des cours et l'animation du marché ;
- la cession ou l'attribution d'actions ou d'options aux salariés et/ou dirigeants ;
- l'échange d'actions rachetées lors d'opérations de croissance externe ;
- l'annulation des titres rachetés (réduction du capital et augmentation du bénéfice par action (« effet de relation »)).

Le prix maximum d'achat des actions est fixé à 80 euros par action.

Le nombre maximal d'actions est de 54468345 actions (10 % du capital au 13 mai 2020). En cas d'application complète du programme, les rachats augmenteraient mécaniquement le BPA réalisé au 30 juin 2020 de 0,51 à 0,566 euro. La durée du programme est de 18 mois à compter du 4 juin 2020. Les dirigeants ne souhaiteraient pas participer à l'opération (détention lors de l'annonce de 0,48 % du capital).

3. Bilan des rachats d'actions

Les montants rachetés chaque année sont importants. Cependant, la part du capital réellement racheté lors de chaque programme est relativement plus faible avec, en moyenne, des rachats portant sur 1 % du capital par programme. L'annonce d'un rachat maximal de 10 % est loin d'être la règle.

Pour MATEBAIN, les déclarations de rachats communiquées souvent mensuellement font apparaître par exemple, des opérations du 13 au 19 octobre pour 1 723 542 actions rachetées au prix moyen de 36,94 euros en vue de leur annulation (déclaration 20 octobre 2020).

En reprenant les cours quotidiens cotés sur la période du 13 au 19 octobre, le cours moyen à l'ouverture est de 36,83 euros, le cours moyen de clôture est de 36,26 euros.

Le 3 novembre 2020, la société a procédé à l'annulation de 9 millions d'actions achetées régulièrement sur le marché après une annulation de 6 100 000 actions le 13 août. À l'issue de cette opération, le nombre total d'actions composant le capital s'élève à 535,7 millions d'actions, le nombre de titres en circulation s'élève à 533,2 millions d'actions. Le 30 novembre 2020, elle a à nouveau procédé à l'annulation de 3 000 000 actions. Au total, ce sont plus de 18 millions d'actions annulées tout en augmentant le capital de 6 099 996 actions dédiées aux salariés.

Date	Opération	Nombre d'actions créées ou annulées	Nombre d'actions cotées	Capital (euros)
13/08/2020	Réduction du capital	- 6 100 000	538 583 717	2 154 334 868
13/08/2020	Augmentation de capital Plan d'Épargne du Groupe 2020	6 099 996	544 683 713	2 178 734 852
03/11/2020	Réduction du capital	- 9 000 000	535 683 713	2 142 734 852
30/11/2020	Réduction du capital	- 3 000 000	532 683 713	2 130 734 852

4. Le signalement comme réelle motivation aux rachats ?

Au-delà des objectifs explicitement déclarés lors des annonces, les dirigeants useraient des rachats d'actions pour envoyer au marché un signal d'opportunités de croissance favorables, ce qui doperait les cours.

Le raisonnement est le suivant. Dans un contexte incertain et en période de fortes divergences d'informations sur les flux de liquidités à venir entre le management et les investisseurs (asymétrie informationnelle), le marché ne peut refléter à tout moment la valeur intrinsèque des sociétés. L'annonce du programme est un signal fort lancé par le management de l'existence d'opportunités de croissance favorables non reconnues par le marché et de la sous-évaluation des titres par rapport à leur « vraie valeur ».

Les dirigeants signalent au marché des ressources financières importantes notamment en proposant dès l'annonce une prime élevée : le prix de rachat serait très supérieur au cours en vigueur. La crédibilité du signal (son coût) est d'autant plus forte que le dirigeant détient une forte fraction du capital et qu'il ne souhaite pas se séparer de ses propres titres lors du programme de rachat. Ainsi, son objectif serait