

La Bourse, un marché d'occasion

Acquisitions et rachats d'actions ont dépassé les levées de nouveaux capitaux

Le versement généreux de dividendes des sociétés du CAC 40 au titre de l'exercice 2005 a particulièrement marqué les esprits. Mais il est un phénomène beaucoup moins commenté, qui témoigne pourtant d'une évolution significative du capitalisme français. Depuis 2004, les flux nets d'émissions d'actions cotées sont devenus négatifs. Les rachats d'actions et les acquisitions opérées par les entreprises dépassent leurs levées de capitaux. Cette configuration, observée également aux Etats-Unis depuis 1984, s'explique à la fois par un appel modeste au marché des actions pour financer l'activité et par d'importants rachats d'actions.

En France comme aux Etats-Unis, le financement des entreprises est fondé d'abord sur la rétention des bénéfices et ensuite sur le recours à l'emprunt obligataire et au crédit bancaire. Les émissions brutes d'actions cotées ont représenté en moyenne, de 2001 à 2005, à peine 4 % du total des nouveaux engagements des entreprises françaises.

La loi du 2 juillet 1998 a assoupli le régime de rachat de ses propres actions par une société cotée en permettant à l'assemblée générale de fixer librement les conditions d'utilisation des actions rachetées. Auparavant, seuls les rachats pour attribution aux salariés, régularisation des cours et annulation étaient autorisés. Cette loi

SOFIANE ABOURA ET CHRISTOPHE BOUCHER

permet les rachats d'actions en deçà de 10 % du capital pendant une période de dix-huit mois quels qu'en soient les motifs, dès lors que la société respecte une procédure d'information et d'intervention en Bourse. Cet assouplissement législatif visait à faciliter le débouclage des participations croisées, à créer de la valeur pour les actionnaires en réduisant le nombre de titres et en augmentant ainsi le bénéfice par action, ou encore à rendre la Bourse française aussi attractive que les autres. Depuis l'année 2000, les montants affectés par les sociétés cotées aux programmes de rachats d'actions semblent se stabiliser autour de 10 milliards d'euros, dont plus de la moitié par une dizaine de sociétés.

Aux Etats-Unis, les rachats d'actions ont représenté à partir de 2000 environ 50 % des bénéfices distribués, contre 10 % dans les années 1970. Les rachats d'actions ne se sont pas substitués aux versements de dividendes, les entreprises procédant à ces deux types d'opérations étant généralement les mêmes. En France, Total est à la fois la société qui verse le plus de dividendes et rachète le plus ses actions.

Des travaux de recherche académiques menés aux Etats-Unis indiquent que le poids pris par les rachats d'actions semble surtout lié à l'inélasticité à la baisse des paiements de dividendes. Les rachats d'actions apparaissent plus flexibles pour les dirigeants et permettent de rémunérer les actionnaires lorsque la trésorerie est temporairement excédentaire sans se retrouver piégée par un versement de dividendes sur lequel il sera difficile de revenir par la suite. Cette flexibilité permet aux dirigeants de soutenir les cours, d'attribuer des actions et des options d'achats aux salariés, mais surtout de distribuer des revenus à leurs actionnaires aux moments les plus opportuns pour l'entreprise et de les réduire plus facilement lorsque les opportunités d'investissement s'améliorent.

Le développement des rachats d'actions peut ainsi s'analyser comme une réappropriation du pouvoir par les dirigeants dans les sociétés cotées. Il a cependant contribué à réduire le rôle du marché des actions dans le financement des entreprises et à faire de la Bourse, au niveau macroéconomique, un marché de l'occasion plutôt que du neuf. ■

Sofiane Aboura est enseignant-chercheur à l'université Paris-IX-Dauphine ; Christophe Boucher est enseignant-chercheur à l'université Paris-XIII et à l'Ecole supérieure de gestion.