

Prévenir les abus liés aux programmes de rachats d'actions

Notre association, créée en 1983 par Sr Nicole Reille, s'est donné pour but de rendre le capitalisme plus humain. Elle souhaite en conséquence contribuer à améliorer le comportement des entreprises (à partir des critères ESG) ainsi que la répartition de la valeur ajoutée créée, en tenant compte des moyens limités des personnels et des petits clients, retraités et actionnaires sont par nature moins associés à la vie « corporate » de l'entreprise, et donc très dépendants de l'information publique.

Aujourd'hui, l'amplitude des rachats d'actions représente chaque année plus de 30 milliards€ en France, 1 000 milliards\$ aux Etats Unis et 100 milliards¥ au Japon et. Certaines grandes sociétés comme Apple, Exxon, IBM, TotalEnergies ou BNP Paribas rachètent chaque année jusqu'à 3 ou 5% de leur capital, soit pour les annuler (réduction du capital), soit pour les redistribuer parfois gratuitement, sous forme de complément de rémunération, aux salariés et cadres dirigeants en vue de favoriser l'actionnariat des premiers et d'augmenter l'engagement des seconds.

Quel est le véritable intérêt pour l'entreprise?

Chacun sait qu'un rachat d'actions (*share buyback*), parce qu'il réduit éventuellement par annulation ultérieure le nombre total de titres disponibles, accroît en principe, mais pas toujours, le bénéfice par action (BPA) et donc la valeur des actions restantes. Cet effet relutif qui annonce donner à chaque actionnaire restant une part plus grande du capital est une forme de « cosmétique financière » qui permet aux dirigeants de présenter des résultats plus flatteurs sans qu'une transformation opérationnelle ait été engagée pour améliorer la performance économique. Certains considèrent ainsi qu'une entreprise qui rachète ses actions est à cours d'idées de croissance interne ou externe attractives¹. D'autres estiment que les rachats d'actions, parce qu'ils permettent aux sociétés de soutenir leur cours de Bourse, sont un moyen de protéger la direction en place des tentatives d'offre publique d'achat (OPA) étrangères. Dans tous les cas, le rachat d'actions sonne comme un aveu d'impuissance stratégique.

Et pourtant, nombre d'entreprises rentables et réputées poursuivent massivement cette étrange "danse des sept voiles » appréciée du marché, qui traite l'annonce d'un plan de rachat comme le signe que la société considérée estime que ses actions sont sous-évaluées. Car certaines études² établissent ainsi que les plus gros acheteurs de leurs propres actions surperforment

¹ Dans un récent message sur son réseau social le Pdt Trump a annoncé qu'il plafonnerait les rémunérations des dirigeants des entreprises de défense et n'autoriserait ni les dividendes ni les rachats d'actions tant qu'ils n'investiront pas dans leurs usines et leurs équipements.

² Sur 20 ans (2000-2019) l'indice des sociétés cotées "racheteuses", le S&P 500 Buyback Index a surperformé le S&P 500 de 5,5% par an (S&P Dow Jones Indices) . Les portefeuilles buyback du S&P MidCap 400 et du S&P SmallCap 600 ont surperformé leurs indices de référence dans 17 et 15 années sur 20 respectivement (S&P Dow Jones Indices). Au cours des 20 dernières années, le S&P 500 Buyback Index a baLu le S&P 500 dans 71% des cas, avec un rendement annuel moyen de 11% (Affinity Federal Credit Union). Enfin depuis fin 2000, le S&P 500 a généré un rendement total de 345% (7,0% annualisé), tandis que le Nasdaq US Buyback Achievers Index a progressé de 1 054% soit 11,75% annualisé [Nasdaq]([hLps:/ indexes.nasdaqomx.com](https://indexes.nasdaqomx.com)).

systématiquement leur indice de référence. Mais cette corrélation ne prouve en rien l'intérêt économique de l'exercice pour l'entreprise. Quels sont donc les autres intérêts qui s'y retrouvent ?

Un intérêt réel mais caché pour les actionnaires initiés

Les dirigeants sont souvent rémunérés en actions ou en stock-options, et ils sont aussi les mieux informés des plans de rachats d'actions, comme des autres bonnes ou mauvaises nouvelles affectant l'entreprise et ultérieurement son cours de bourse.

Or la recherche académique américaine³ confirme que les programmes de rachats d'actions sont significativement associée dans le temps aux ventes effectuées par les dirigeants et cadres de l'entreprise. Il s'agit là d'une pratique légale massive soumise à la simple condition d'une information publique sur ledit programme de rachat. Des fenêtres négatives (périodes dites de « blackout ») existent certes, pendant lesquels les cadres dirigeants d'une société cotée n'ont pas le droit d'effectuer des transactions personnelles 30 jours avant les résultats annuels et semestriels et 15 jours avant les informations financières trimestrielles significatives. Mais en dehors, les cadres dirigeants de l'entreprise sont libres de vendre ou d'acheter leurs actions avant et même pendant les rachats massifs annoncés par leur société. Ainsi, au-delà des résultats à venir, des contrats majeurs et des opérations stratégiques de croissance externe, la loi mésestime le privilège d'information des cadres dirigeants sur d'autres informations favorables, comme l'état du carnet de commandes ou les innovations, ainsi que sur les difficultés internes de l'entreprise (climat social, turnover, difficultés d'approvisionnement ...). Le cours de leurs titres devant être à date artificiellement soutenu, ils bénéficient alors à la vente ou à l'achat d'une plus-value payée par les autres actionnaires non-initiés.

Les rachats d'actions permettent donc de distribuer aux cadres dirigeants de l'entreprise une forme de bonus indirect qui ne pèse pas sur les résultats, mais qui lèse marginalement la masse immense des petits porteurs, par définition non-initiés. En conséquence, les syndicats patronaux, en Europe comme aux Etats-Unis, ont fait légaliser cette pratique sans que beaucoup s'en émeuvent. Ainsi, la *Market Abuse Regulation* (MAR) européenne entrée en vigueur le 3 juillet 2016 protège les émetteurs de toute poursuite judiciaire pour manipulation de marché ou délit d'initié si le programme et ses transactions sont divulgués au public et que ses objectifs, conditions, timing, prix et volume des actions rachetées sont respectés (conformité procédurale). De même, l'autorité de marché américaine, via la règle SEC 10b-18, permet aux entreprises d'effectuer facilement des rachats d'actions en n'importe quelle quantité. Ne sont interdits que les rachats effectués en dehors des heures normales de négociation ou au cours des dix dernières minutes de la journée, les rachats supérieurs à 25 % du volume quotidien moyen de transactions un jour donné, ceux effectués à un prix qui dépasse celui de l'offre indépendante la plus élevée ou celui de la dernière transaction, et ceux qui n'ont pas fait l'objet d'une information publique. Comme les activités de rachat sont détaillées dans le formulaire 10-Q (trimestriel) ou 10-K (annuel) l'entreprise qui rachète ses actions a plusieurs mois pour divulguer ses transactions, de surcroît sous forme de moyennes.

Un angle mort institutionnalisé favorisant des abus

³ Bonaime et Ryngaert (2013) pour la période 1989-2007, Kim et Varaiya (2008) : pour la période 1991-2000 enfin Lenore M. Palladino, de l'Université du Massachusets Amherst (2019) répondent sans surprise tous positivement à la question "Do Corporate Insiders use Stock Buybacks for Personal Gain?" - démontrant la corrélation significative entre les ventes des dirigeants et les opérations de rachat engagées par l'entreprise, leurs ventes nettes de plus de 100 000 dollars étant plus de deux fois plus fréquentes dans les trimestres où des rachats d'actions se produisent également que dans les trimestres sans rachat.

Le préjudice pour les petits actionnaires non-initiés peut devenir considérable lorsque les affaires vont mal et que de gros initiés cherchent à satisfaire un agenda personnel. Ceci explique pourquoi le Japon interdit, lui, qu'un cadre dirigeant négocie ses propres titres quand un programme de rachat de sa société est prévu ou en cours. En France comme aux Etats-Unis la carence de prévention de ces opérations suspectes est totale. La France se conforme certes aux règles de transparence de la directive européenne MAR, mais la publication des opérations personnelles des décideurs et de leurs proches ne coïncide pas avec la publication, plus tardive, des opérations de rachat par l'entreprise⁴.

Parce qu'il y a un décalage de trois mois entre l'information concernant le lancement d'un plan de rachat d'actions et celle concernant le fait que le dirigeant a vendu ses titres le même jour, le marché verra la vente du dirigeant hors du contexte du programme de rachat alors même que ce dernier aura soutenu artificiellement le cours de bourse. Du fait de l'absence de surveillance de ce phénomène par les régulateurs, on comprend qu'il n'y a jamais eu, en France comme aux USA, de sanction pénale de dirigeants liée uniquement à l'utilisation personnelle des programmes de rachat.

Mieux prévenir est techniquement possible

Une prévention plus sérieuse de ces abus est donc urgente. Pour cela, il faudrait imposer à tout dirigeant, administrateur, actionnaire significatif ou cadre chargé de la mise en œuvre du plan :

- 1) L'interdiction de détenir et gérer, directement ou indirectement par des proches, des titres de l'entreprise, hors un compte de dépositaire réservé à ces titres (blind trust).
- 2) Que la gestion de ce compte réponde à des consignes d'achat ou de vente confiées une fois par an à même date par le titulaire à un opérateur tiers et déposé à l'AMF, l'opérateur devant demeurer interdit de communication avec le détenteur hors rapport a posteriori des opérations d'achat ou de vente réalisées pour son compte.
- 3) Que toute opération d'achat ou de vente pour ces responsables initiés soit étalée sur une suite de huit jours consécutifs de bourse.

Jérôme Courcier

Président d'Ethique et Investissement

Pierre-Henri Leroy

Administrateur d'Ethique et Investissement

Association Ethique et Investissement 27 rue de Maubeuge 75009 Paris

Siret : 449 582 048 00038 et RNA : W751085031

Pdt : Jérôme Courcier - Trésorier : Bernard Viallatoux

⁴ La France applique le Règlement européen sur les abus de marché (MAR) n°596/2014, entré en vigueur le 3 juillet 2016. Ce texte comporte une obligation de déclaration des opérations supérieures à 20 000 euros des seuls dirigeants et leurs personnes liées, avec déclaration obligatoire des transactions à la société dans les 3 jours et publication par la société dans les 2 jours. Interdiction de transaction ou "Fenêtres négatives" de 30 jours avant publication de résultats. Sanctions administratives possibles par l'AMF (amendes pouvant atteindre plusieurs millions d'euros), et sanctions pénales pour délit d'initié (jusqu'à 5 ans d'emprisonnement et 100 millions d'euros d'amende ou 10 fois le profit réalisé selon le Code monétaire et financier). Notre réglementation française/européenne n'empêche pas les dirigeants de synchroniser leurs ventes personnelles avec les rachats d'actions de l'entreprise.