

7.2009

N° 408

WORKING PAPERS SERIES

## Les rachats d'actions en Suisse. Objectifs, conséquences et pratiques

■ Dušan Isakov et Pierre-André Dumont

FACULTÉ DES SCIENCES ÉCONOMIQUES ET SOCIALES  
WIRTSCHAFTS- UND SOZIALWISSENSCHAFTLICHE FAKULTÄT  
UNIVERSITÉ DE FRIBOURG | UNIVERSITÄT FREIBURG

# Les rachats d'actions en Suisse

## Objectifs, conséquences et pratiques\*

Pierre-André DUMONT\*\*  
*Université de Genève*

Dušan ISAKOV\*\*\*  
*Université de Fribourg*

Juillet 2009

---

**Résumé:** Les rachats d'actions sont autorisés depuis plus de quinze ans en Suisse. Cet article propose une analyse des rachats dans le contexte institutionnel, fiscal et juridique helvétique. Après avoir décrit les principales techniques de rachat à disposition des entreprises et les objectifs visés par une telle opération, ce travail analyse l'effet des rachats sur les ratios financiers et la valeur de l'entreprise dans un cadre théorique classique. Il montre notamment que, contrairement à ce que pensent certains professionnels, un rachat n'augmente pas mécaniquement les ratios financiers mais a plutôt tendance à les faire baisser. Un rachat a généralement aussi un impact négatif sur la valeur de l'entreprise. La dernière partie de cet article se penche sur les pratiques des entreprises suisses en matière de rachats, montrant à cette occasion que le contexte institutionnel et fiscal joue un rôle prépondérant.

---

\* Nous tenons à remercier très sincèrement MM. Buchs et Thevoz (Union Bancaire Privée), Croisier et Guillet (Synchrony), Kaeser (LODH & Cie), Matamoros et Nguyen (Pictet Asset Management), Me J. Iffland et Me X. Oberson, de leurs précieux avis et conseils. Les discussions que nous avons eues avec eux ont été extrêmement fructueuses et stimulantes. La responsabilité des erreurs ou imprécisions qui pourraient subsister nous incombe totalement. Cette version remplace la version initiale publiée en juin 2009.

\*\* Université de Genève, Section HEC, Boulevard du Pont-d'Arve 40, 1211 Genève 4, Suisse, Tél +41 22 379 8136, email: pierre-andre.dumont@unige.ch

\*\*\*Université de Fribourg, Faculté des SES, Chaire de Gestion Financière, Boulevard de Pérolles 90, 1700 Fribourg, Suisse, Tél: +41 26 300 83 00, email: dusan.isakov@unifr.ch

# Table des matières

<b>Introduction .....</b>	<b>3</b>
---------------------------	----------

## **1. Méthodes courantes de rachat**

1.1 Offre ferme .....	5
1.2 Enchères à la hollandaise .....	5
1.3 Offre de rachat assortie d'un put.....	6
1.4 Offre ciblée.....	6
1.5 Rachat aux conditions du marché.....	7

## **2. Buts des rachats d'actions**

2.1 Signalisation d'une sous-évaluation .....	9
2.2 Effets fiscaux.....	10
2.3 Cure d'amaigrissement par restitution de liquidités excédentaires.....	10
2.4 Contrôle de la majorité et gestion des plans d'options .....	11
2.5 Eviter la dilution liée à l'exercice de titres dérivés émis par la société .....	11
2.6 Amélioration des ratios financiers.....	11
2.7 Echapper à une acquisition hostile .....	12
2.8 Optimisation de la structure du capital.....	12

## **3. Amélioration des ratios financiers**

3.1 Réalité ou illusion ?.....	13
3.2 Scénario courant.....	13
3.3 Le financement du rachat .....	14
3.4 Effet du coût du financement .....	16
3.5 Effet du nombre d'actions rachetées.....	17
3.6 Rachat avec prime par rapport au prix du marché .....	17
3.7 Prise en compte du déroulement du rachat.....	19
3.8 Conclusions .....	21

## **4. Effets fiscaux du rachat sur la valeur de l'entreprise**

4.1 Rachat au prix du marché.....	22
4.2 Rachat avec prime .....	25
4.3 Financement par emprunt.....	27
4.4 Conclusions .....	30

## **5. Rachat assorti de put**

5.1	Contexte général.....	32
5.2	Pouvoir dilutif et évaluation du put.....	32
5.3	Existence du put et effet de signal.....	34

## **6. Aspects fiscaux suisses**

6.1	Imposition anticipée .....	35
6.2	Imposition directe.....	36
6.3	Imposition du put .....	37
6.4	Fiscalité et réussite de l'opération de rachat. ....	38

## **7. Rôle de la COPA**

7.1	Bref historique.....	40
7.2	Conditions nécessaires à l'exonération.....	40
7.3	Problème de la date d'annonce .....	41

## **8. Description des activités de rachat d'actions en Suisse**

8.1	Méthodes de rachat utilisées .....	43
8.2	Caractéristiques des programmes de rachat .....	44
8.3	Montants globaux restitués par les entreprises suisses .....	45
8.4	Buts du rachat.....	46

<b>Références bibliographiques .....</b>	<b>48</b>
--	-----------

## Introduction

Le mouvement de rachat d'actions a commencé aux Etats Unis en 1980, mais son réel démarrage date de 1984. Depuis cette époque, il a connu un développement très rapide. En Suisse, ce type d'opération était quasi-prohibé par la loi : interdisant formellement la détention d'actions pour compte propre, le Code des Obligations en prévenait donc ipso facto l'acquisition et, par voie de conséquence, faisait obstacle à tout rachat d'actions tels que nous le connaissons aujourd'hui.

La situation juridique s'est profondément transformée avec l'entrée en vigueur, en 1992, d'un nouveau chapitre sur les sociétés anonymes au terme duquel il devenait entre autre licite de détenir ses propres actions (Art 659 ss CO). Malgré cette porte ouverte, les débuts furent très timides jusqu'en 1997. Le motif principal en fut l'incertitude juridique concernant le traitement fiscal de certaines opérations de rachat. En 1997, le Tribunal fédéral prit un arrêt qui éclaircit considérablement la question, ce qui déclencha très rapidement une vague de rachats ainsi qu'en témoigne le Tableau I ci-dessous. Des statistiques détaillées sur les rachats en Suisse sont fournies à la section 8 de l'article.

**Tableau I: Rachats d'actions en Suisse 1993-2008**

<b>Année</b>	<b>Nombre de programmes</b>	<b>Volume total en millions de CHF</b>
1993	2	766
1994	1	240
1995	0	0
1996	0	0
1997	9	2'203
1998	7	1'465
1999	16	10'605
2000	8	5'221
2001	18	16'953
2002	19	18'750
2003	9	6'607
2004	16	14'151
2005	20	19'127
2006	26	11'794
2007	26	31'411
2008	35	24'205
<b>Total</b>	<b>212</b>	<b>164'876</b>

Ce tableau contient le nombre de programmes exonérés chaque année civile par la COPA (sauf pour les années 1993-1996 et une partie de 1997 car la COPA n'existait pas encore). Les montants correspondent aux montants maximaux de rachats annoncés par les entreprises.

Etant donné qu'il existe diverses techniques de rachat d'une part, vu que chaque opération de rachat peut viser de multiples objectifs d'autre part, il est nécessaire de trouver la bonne adéquation entre la technique de rachat utilisée et les buts visés. Sur cette problématique vient se greffer le cadre institutionnel qui est, dans ce domaine précis, extrêmement important: les aspects liés au droit des sociétés et le traitement fiscal de l'opération jouent un rôle le plus souvent crucial dans la problématique d'ensemble.

Les jugements émis par le milieu professionnel –analystes financiers, gérants de fortune ou de fonds, traders ou tout autre participant au marché– à propos des rachats d'actions sont extrêmement divers, pas toujours compatibles et souvent peu argumentés. En ce qui concerne la recherche académique sur le sujet, force est de reconnaître qu'elle souffre du fait que la théorie en place est loin d'être unifiée et dûment formalisée.

L'importance du cadre institutionnel, la complexité des combinaisons possibles entre les méthodes utilisées et les objectifs visés, l'hétérogénéité du corpus théorique, la diversité des avis sur les effets attendus des rachats d'actions conduisent à faire de ce sujet une véritable mosaïque dans laquelle il n'est pas facile de voir clair.

Cet article a précisément pour but d'explicitier au mieux l'état de la question dans le cadre institutionnel suisse. Pour lui garder des dimensions raisonnables, nous avons généralement fait l'impasse sur les études empiriques et leurs dimensions méthodologiques qui seront traités dans un autre article. Nous commencerons par décrire les méthodes de rachat les plus fréquemment utilisées, puis nous passerons en revue les principaux buts que peut viser une opération de rachat. Parvenus à ce stade, nous concentrerons notre attention sur deux questions très importantes concernant les conséquences des rachats pour les entreprises. La première question concerne un effet souvent avancé par les milieux professionnels, à savoir qu'ils provoquent mécaniquement et automatiquement une augmentation de ratios financiers, tels que le bénéfice par action. Nous montrerons que tel n'est pas le cas. La deuxième question concerne l'impact du rachat sur le cours boursier. Nous analyserons cet effet dans un cadre théorique classique, à savoir celui proposé par Modigliani et Miller. Nous montrerons que sauf cas particulier, les rachats ont un impact nul voire négatif sur le cours boursier.

Les sections suivantes proposent une exposition de différents éléments spécifiques au cadre helvétique. Nous commencerons par exposer une méthode particulièrement utilisée en Suisse, à savoir l'offre de rachat assortie de puts. Nous décrirons ensuite le cadre fiscal helvétique et montrerons en particulier qu'un investisseur individuel n'a généralement pas intérêt à participer à un programme de rachat visant une réduction du capital. Nous analyserons également l'impact de la fiscalité suisse sur les chances de réussite d'une opération de rachat. Nous décrirons ensuite le rôle de l'organe de surveillance des activités de rachat en Suisse, à savoir la Commission des offres publiques d'achat (COPA). Cet article se termine par une analyse descriptive détaillée des activités de rachat des sociétés cotées à la Bourse suisse pour la période 1993-2008.

## 1. Méthodes courantes de rachat

Une entreprise qui veut racheter ses propres actions a le choix entre divers procédés dont les caractéristiques dépendent beaucoup du cadre institutionnel et juridique dans lequel l'opération est appelée à se dérouler. Nous allons brièvement passer en revue quelques unes des méthodes les plus couramment utilisées. Relevons au préalable qu'il existe deux grandes catégories de rachat: la première où l'entreprise rachète ses propres titres à un prix plus élevé que celui en vigueur sur le marché et la deuxième où elle rachète ses actions au prix du marché.

### 1.1 Offre ferme

Après avoir fixé le nombre d'actions qu'elle veut racheter, l'entreprise fait une offre publique ferme de rachat à l'ensemble de ses actionnaires en stipulant clairement le cours unique – *tender price* ( $C_T$ ) – qu'elle est d'accord de payer et la durée pendant laquelle l'offre court. En général, cette durée est plutôt brève et ne dépasse jamais quelques semaines (deux à quatre le plus souvent). Au cas où le nombre d'actions présentées au rachat ( $n_T$ ) serait supérieur à celui que l'entreprise se proposait de racheter, les conditions générales de l'opération doivent prévoir l'une ou l'autre des solutions suivantes:

- soit l'entreprise élargit son offre et achète tous les titres présentés
- soit l'entreprise honore chaque offre au *pro rata*, le ratio de pro rata étant égal à  $\alpha = n_p/n_T$  où  $\alpha$  est le ratio de pro rata,  $n_p$  est le nombre d'actions visées, et rachetées,  $n_T$  est nombre d'actions présentées au rachat par les actionnaires désirant participer à cette opération.

En ce qui concerne le prix de rachat proposé, il doit de toute évidence être supérieur au cours du jour ( $C_0$ ) pour assurer le succès de l'opération et la différence  $(C_T - C_0) > 0$  correspond à la prime de rachat (*premium*)

Il faut noter que toute offre ferme de rachat est source de dilution (et donc de perte en capital) pour les actionnaires "restants", c'est-à-dire ceux qui, pour divers motifs, ne veulent pas ou ne peuvent pas accepter la proposition de l'entreprise. En revanche, les actionnaires "sortants" – autrement dit ceux qui vendent leurs actions à l'entreprise – font un gain qui, en termes agrégés, est strictement égal à la perte subie par les actionnaires "restants". De ce point de vue, la procédure de l'offre ferme ne garantit pas le principe de l'égalité de traitement entre actionnaires.

### 1.2 Enchères à la hollandaise

Comme dans l'offre ferme, l'entreprise annonce publiquement sa volonté de racheter un nombre déterminé de ses propres actions pendant un laps de temps strictement défini et, dans l'usage, plutôt court: en général pas plus d'un mois. En revanche, l'offre ne contient aucun prix de rachat, mais stipule au contraire que chaque actionnaire (*i*) intéressé doit soumettre une

offre de vente spécifiant un prix ( $C_i$ ), dans une fourchette de prix qui peut être préalablement précisée par l'entreprise, et une quantité ( $Q_i$ ) d'actions proposées à la vente. Une fois toutes les propositions répertoriées, l'entreprise les classe par ordre croissant de prix et fixe le prix de rachat unique ( $C_H$ ) de telle manière que :

$$\sum_{i=1}^H Q_i C_i = R$$

où  $R$  est le montant total du rachat visé par l'entreprise. Dans une telle procédure, les vendeurs les moins exigeants sont à peu près assurés de vendre leurs actions. Qui plus est, ils vont pouvoir les vendre à un prix ( $C_H$ ) supérieur ou, au pire, égal au prix ( $C_i$ ) qu'ils avaient proposé. En revanche, les vendeurs les plus exigeants en terme de prix risquent de ne rien pouvoir vendre du tout dans le cadre de cette enchère à la hollandaise: s'ils ont opté pour des prix ( $C_k$ ) supérieurs au prix ( $C_H$ ) émanant de l'équation ci-dessus et des règles de l'enchère, leurs offres seront totalement ignorées.

Par rapport à une offre ferme, cette façon de procéder protège l'entreprise contre deux risques: celui de proposer un prix de rachat trop bas, et donc de voir l'opération échouer, ou celui de proposer un prix trop élevé par rapport aux exigences des actionnaires. Ainsi, elle permet, grâce au système d'enchères, de trouver le prix marginal le plus approprié du point de vue des actionnaires pour racheter le montant d'actions souhaité. En revanche, à l'instar de l'offre ferme, cette enchère à la hollandaise n'assure aucune égalité de traitement entre actionnaire: ceux qui "restent" subissent la dilution au profit de ceux qui "sortent". Relevons enfin que cette technique n'a encore jamais été utilisée en Suisse dans un programme de rachat d'actions.

### ***1.3 Offre de rachat assortie d'un put***

Dans certaines législations le principe d'égalité de traitement entre actionnaires est inscrit dans la loi. Lorsque c'est le cas – en Suisse notamment (CO 717 al. 2) – il est évident que les procédures d'offre ferme ou d'enchères à la hollandaise sont à proscrire, car contraires à ce principe. L'idée a alors vite germé de reconnaître à chaque actionnaire le droit (et non l'obligation) de revendre ses titres dans le cadre d'une offre de rachat. Un tel droit de vente s'appelle une option *put*. Si l'actionnaire peut et souhaite exercer cette option, alors il vend à l'entreprise ses actions, mais proportionnellement au nombre de titres qu'il détient. Si, au contraire, il ne peut pas ou ne veut pas participer à l'opération de rachat, il lui reste la solution de vendre ses options *put* à des opérateurs intéressés. En procédant ainsi, il se couvre complètement des effets de la dilution. La clause *put* est donc une solution très élégante et efficace de résoudre le problème de l'égalité de traitement entre actionnaires. Nous reviendrons sur les détails formels de cette procédure à la section 5.

### ***1.4 Offre ciblée***

Dans certains cas de figure, l'entreprise peut être amenée à racheter ses actions à un seul actionnaire. Cet actionnaire possède généralement une fraction importante du capital. Dans ce cas, il n'y a bien évidemment pas d'offre publique mais l'offre peut malgré tout être assimilée à une offre ferme d'un type particulier. Souvent ce type de rachat est à l'initiative du vendeur des titres, qui préfère vendre directement sa participation dans l'entreprise directement à

l'entreprise plutôt que de passer par le marché car cela entraînerait inmanquablement un prix très inférieur à celui observé sur le marché, du fait de la vente d'un grand paquet d'actions. Pour cette raison ce type de rachat est souvent réalisé avec une décote par rapport au prix du marché, voire au prix du marché. Une offre ciblée peut aussi avoir lieu lorsqu'une entreprise est menacée d'OPA, auquel cas elle peut racheter directement ses titres à un actionnaire important afin d'éviter qu'ils soient vendus à un acquéreur potentiel. D'une façon générale, on s'attend à ce que la prime payée soit nulle, voire négative, mais jamais positive. Seule la menace d'une OPA pourrait justifier l'existence d'une prime positive destinée à inciter un actionnaire important à vendre ses titres. Dans une étude empirique effectuée sur le marché américain, Peyer et Vermaelen (2005) confirment cette hypothèse puisqu'ils trouvent que les primes moyennes payées dans ce type d'opération sont proche de zéro et par conséquent beaucoup plus faibles que celles observées dans des offres fermes classiques.

### 1.5 Rachat aux conditions du marché

Il s'agit là d'une solution apparemment très simple: l'entreprise achète ses propres actions à la bourse, comme n'importe quel opérateur, mais elle le fait soit en vue de les détruire, après les avoir ou non détenues pour compte propre pendant un certain laps de temps, soit pour les revendre plus tard sur le marché ou à ses employés dans le cadre de plans d'intéressement. On parle alors d'une procédure d'*open market* (ou de rachat par ramassage boursier en France). Extrêmement courantes sur le marché nord-américain, ces opérations ne sont toutefois pas aussi transparentes qu'on pourrait l'attendre. En effet, la société rachetante n'est pas formellement tenue d'annoncer au préalable sa volonté, de même qu'elle n'est pas obligée de fixer à priori une durée à son opération ni d'en divulguer clairement les résultats. Malgré tout, c'est de loin la procédure la plus utilisée aux Etats Unis et dans le monde et celle qui a permis de racheter les plus gros volumes

**Tableau II: Rachats d'actions dans le monde 1985-2003**

Procédure utilisée	Nombre d'opérations	Montants en milliards de USD
Enchères hollandaises	330	51
Offres fermes	898	107
Offres ciblées	1'506	159
Open market	14'860	1'773

Source : Vermaelen (2005)

Racheter directement sur le marché boursier ses propres actions en vue de les détruire est une opération qui, en Suisse, se heurte à des problèmes fiscaux pouvant se révéler très pénalisants. Sans vouloir maintenant entrer dans les détails –qui seront abordés spécifiquement dans la section 6– précisons tout de même que le rachat d'action est soumis à l'impôt anticipé, qu'il revient à la société rachetante de prélever à la source et de virer à l'administration fiscale. Si elle omet ces dernières obligations, elle s'expose à une réaction extrêmement vigoureuse du fisc. Or, en opérant sur le marché boursier standard, l'entreprise est dans l'incapacité foncière de prélever cet impôt à la source.

Pour surmonter cette difficulté, il a été imaginé de demander à la Bourse suisse d'ouvrir une seconde ligne de cotation, sur laquelle n'intervient qu'un seul acheteur: l'entreprise rachetante (ou son mandataire). De plus, les actionnaires sont informés que s'ils vendent des actions sur

cette seconde ligne, ils n'encaisseront qu'un montant net d'impôt anticipé, à charge pour l'entreprise de le virer à l'administration fiscale et à charge pour les actionnaires vendeurs de le récupérer selon les procédures usuelles.

Du point de vue financier, cette solution se rapproche très étroitement d'une opération d'open market car, sur la seconde ligne, l'entreprise se porte acheteuse à un prix extrêmement voisin du cours du jour sur la première ligne (elle peut offrir une prime par rapport au prix du marché, mais cette dernière ne doit pas dépasser 5%). Elle a connu dès le départ un succès qui ne s'est pas encore démenti, surtout auprès des très grandes entreprises. Il faut relever que le rachat sur une seconde ligne de transaction, tout comme une opération d'open market, respectent le principe d'égalité de traitement entre actionnaires. Notons de plus, car c'est important, que l'information diffusée lors du lancement d'une opération de rachat sur une seconde ligne de cotation est extrêmement claire quant au but recherché (la destruction des actions rachetées, et non pas leur détention pour compte propre), quant au montant approximativement visé et quant à la durée de l'opération (à savoir: jusqu'à la prochaine assemblée générale ordinaire qui sera appelée à modifier en conséquence le capital social).

## 2. Buts des rachats d'actions

On doit constater qu'à l'instar de ce que l'on observe sur le marché des émissions d'obligations ou d'actions, les entreprises ne sont pas toujours très loquaces et précises à propos des buts qu'elles visent en rachetant leurs propres actions. On en est donc souvent réduit à des conjectures, heureusement adossées à certains éléments de la théorie financière normative mais rarement, pour la plupart d'entre elles, invoquées explicitement par la société rachetante.

Nous allons décrire succinctement divers objectifs que la théorie assigne à une opération de rachat. Il faut d'emblée souligner qu'ils ne sont pas mutuellement exclusifs: plusieurs d'entre eux peuvent être visés par une même opération. De plus, ils seront exposés sans ordre particulier car la théorie existante, loin d'être unifiée, ne permet pas d'établir une hiérarchie indiscutable.

### 2.1 Signalisation d'une sous-évaluation

Historiquement, cela a été un des premiers motifs de rachats invoqués par la recherche empirique. L'argumentation de base est assez simple: par définition mieux informée que ses actionnaires sur la marche des affaires et sur les perspectives, la société qui propose de racheter une part non-négligeable de ses actions à un prix sensiblement supérieur au cours boursier lance au marché un signal probant selon lequel elle considère que ses titres sont sous-évalués par le marché. Si le message est écouté, le cours de l'action doit monter. De nombreuses études ont été consacrées à cette thématique, produisant parfois des résultats contrastés.

En fait, on n'est pas loin du cadre explicatif utilisé pour analyser la politique suivie en matière de distribution de dividende, et plus particulièrement pour examiner le contenu informatif du dividende. D'ailleurs la recherche théorique a rapidement rapproché très étroitement distribution de dividende et rachats d'actions. Dans ce contexte, on a alors constaté un effet de substitution assez clair. Grullon et Ikenberry (2000) font état d'une statistique qui montre clairement que, de 1974 à 1998, sur le marché américain, le *dividend payout ratio* passe de 22,3% à 13,8% et que le *repurchase payout ratio* passe de 3,7% à 13,8% alors que le *total payout ratio* demeure plus ou moins stable et égal à 28%.

Plus intéressant encore en matière de signalisation, les mêmes auteurs mentionnent la disparition progressive et marquée du paiement de *super dividende* et le succès grandissant et concomitant des rachats d'actions. Tout comme le super dividende, et peut-être encore plus, le rachat d'actions est parfaitement discrétionnaire et discontinu, alors que le dividende en tant que tel reste récurrent et le plus stable possible. On a pu constater empiriquement que les entreprises qui ont la plus grande propension à racheter leurs propres actions sont aussi celles dont les résultats sont les plus volatils et cela tend à conforter l'idée selon laquelle le signal lancé par un rachat est moins fort que celui émis par une augmentation de dividende.

## *2.2 Effets fiscaux*

Il faut distinguer deux types d'effets fiscaux. Le premier est simplement lié aux fiscalités potentiellement différentes qui s'appliquent, chez l'actionnaire, à l'encaissement du dividende ou à la vente d'actions à l'entreprise. Il est alors indispensable de clairement spécifier le cadre institutionnel, légal et réglementaire avant de pouvoir affirmer quoi que ce soit à propos de ces effets fiscaux-là. Par exemple, certains fiscs taxent le gain en capital produit par la revente de l'action à l'entreprise comme une plus-value, alors que le dividende est bien sûr frappé par l'impôt sur le revenu. En Suisse, au contraire, le rachat d'actions est considéré comme une liquidation partielle de l'entreprise et il est de ce fait soumis à l'impôt anticipé, tout comme le dividende. Nous détaillerons cette problématique dans la section 6. Relevons simplement à ce stade que du fait des spécificités du cadre fiscal helvétique, les rachats sont souvent imposés à un taux encore plus élevé que ne le sont les dividendes pour des investisseurs individuels.

L'autre effet fiscal lié au rachat est un grand classique de la finance d'entreprise théorique. Depuis le fameux article de Modigliani et Miller (1958), on sait que, pour les entreprises en bonne santé financière –et qui paient de ce fait des impôts sur le bénéfice– l'existence d'une dette financière crée un gain fiscal qui profite exclusivement aux actionnaires. En rachetant ses propres actions, la société réduit la surface de ses fonds propres et le nombre d'actions en circulation; le gain fiscal lié à la dette va donc se répartir sur des fonds propres réduits et cela devrait par conséquent faire monter le cours de l'action. L'effet serait d'autant plus important que le rachat est volumineux et qu'il ne se substitue pas au paiement du dividende; il serait encore plus fort si le rachat est financé par l'émission d'un emprunt. Le conditionnel est toutefois de rigueur car il faut également tenir compte d'un autre effet, mais allant dans le sens contraire: l'augmentation du ratio de levier (Dettes/Fonds propres, en valeur de marché) devrait conduire, via la Proposition II de Modigliani et Miller, à une hausse du coût des fonds propres et par conséquent à une baisse du prix de l'action. Il reste alors à documenter le résultat net de ces phénomènes antagonistes. Ce sera précisément l'objet de la section 4.

## *2.3 Cure d'amaigrissement par restitution de liquidités excédentaires*

Sous ce titre un peu accrocheur, nous allons présenter les diverses raisons, théoriquement documentées, pouvant pousser une entreprise à distribuer massivement des liquidités à ses actionnaires. Au préalable, il faut constater que les rachats d'actions sont le fait d'entreprises en bonne, voire très bonne situation financière. Ceci étant précisé, on peut passer en revue les divers motifs de ces apparentes largesses :

- a) La compagnie rend à ses actionnaires des liquidités pléthoriques dont elle ne sait que faire car elle est déjà en position dominante sur son marché et toute acquisition nouvelle pourrait être refusée par les autorités de la concurrence;
- b) Elle ne veut pas entrer dans une stratégie de diversification tous azimuts, partant de l'idée que c'est aux actionnaires de procéder aux diversifications qui leur conviennent à travers le marché boursier;
- c) En se défaisant de ses liquidités, la société apparaîtra moins riche, et donc moins attrayante pour une éventuelle offre publique d'achat hostile;

d) La compagnie clarifie son statut d'entreprise à vocation industrielle et/commerciale, en atténuant –ou en supprimant– son caractère de société financière.

Ces divers arguments émanent de la théorie du portefeuille ou de la théorie de l'agence. Ils sont généralement bien acceptés par les théoriciens et par les professionnels.

#### ***2.4 Contrôle de la majorité et gestion des plans d'options***

Il est évident qu'un rachat d'actions suivi de leur destruction fait inmanquablement diminuer le nombre d'actions en circulation. Ipso facto, les actionnaires "restants" voient leur puissance de contrôle augmenter automatiquement au gré de ce simple processus arithmétique. Il est certes vrai que pour des opérations standard –qui ne portent généralement pas sur plus de 10% des actions existantes en Suisse– ce phénomène ne suffit pas à bouleverser d'un coup les rapports de force. Mais lorsque des offres de rachat sont émises chaque année ou presque par une entreprise déterminée, ce type d'objectif devient moins théorique. C'est encore plus vrai lorsque les opérations de rachat sont munies de put, protégeant parfaitement les actionnaires "restants" contre la dilution inévitable du cours, car il s'agirait alors d'une prise de contrôle rampante, progressive et surtout gratuite.

Dans un ordre d'idée un peu différent, la théorie fait souvent allusion aux décisions que la direction générale pourrait être incitée à prendre pour protéger les avantages que lui offrent les divers plans d'options. On pourrait par exemple imaginer que la direction fasse en sorte que les options soient le plus "en dedans" possible au moment de leur exercice et que, pour stimuler ou soutenir le cours de l'action, elle recoure à une offre ferme de rachat ou à des rachats directs sur le marché.

#### ***2.5 Eviter la dilution liée à l'exercice de titres dérivés émis par la société***

Les entreprises recourent de plus en plus à des plans d'intéressement de leurs dirigeants et de leurs salariés en leur distribuant des actions ou des options call sur les actions. La distribution des actions ou l'exercice des options call nécessite la mise à disposition d'actions de l'entreprise qui, si elles sont émises par la société, provoquent le plus souvent une dilution des actions existantes. Une alternative consiste à racheter des actions afin d'éviter la dilution (pour autant bien sûr qu'elle soit rachetée au prix du marché). Un autre effet dilutif peut survenir lors de l'exercice d'obligations convertibles par leur détenteur. Dans ce cas, un rachat d'action permet également d'éviter la dilution. Dans un autre registre, l'entreprise peut procéder à un rachat en vue de financer ultérieurement une opération de fusion par échange d'actions.

#### ***2.6 Amélioration des ratios financiers***

C'est là un des buts les plus souvent assignés aux rachats d'actions par beaucoup de professionnels de la finance, et le raisonnement avancé est d'une simplicité arithmétique déroutante: le nombre d'actions et le montant des fonds propres diminuant suite au rachat, le bénéfice par action et la rentabilité des fonds propres ne peuvent par conséquent qu'augmenter. Nous consacrerons toute la section 3 à examiner cette problématique qui, en fait, ne devrait pas en être une.

## ***2.7 Echapper à une acquisition hostile***

Un rachat peut parfois être utilisé pour éviter qu'un acquéreur hostile ne s'empare du contrôle de la société. En rachetant une partie des titres auprès d'un actionnaire important notamment et en les gardant, l'entreprise évite qu'un acquéreur potentiel puisse s'en saisir pour mener à bien une OPA hostile sur la compagnie. On a observé de nombreuses opérations de ce type pendant la vague d'acquisition des années 1980 aux Etats-Unis.

## ***2.8 Optimisation de la structure du capital***

Cet objectif est souvent avancé par certains dirigeants mais, à notre sens, ceci n'est rien d'autre qu'une formulation alternative de l'argument présenté à la section 2.3. En effet, la restitution aux actionnaires de tout ou partie du portefeuille de placements a évidemment pour effet de réduire l'actif et, par voie de conséquence, de faire augmenter le degré d'endettement et d'accentuer l'effet de levier. Ce dernier aspect du sujet est abondamment documenté dans la section 4.

### 3. Amélioration des ratios financiers

#### 3.1 Réalité ou illusion ?

On lit souvent sous la plume de certains professionnels que le rachat d'actions, en faisant diminuer d'une part le nombre d'actions en circulation, d'autre part la masse de fonds propres, conduit à faire augmenter le bénéfice par action et la rentabilité des fonds propres. On lit tout aussi fréquemment dans les travaux académiques qu'il s'agit-là d'une pure illusion, et que cet effet est par conséquent inexistant. Il importe donc d'apporter une réponse documentée à la question.

On peut affirmer sans ambages que l'argumentation avancée par ces praticiens (à l'exception notable de Stillit D. et al., 2004) est critiquable à trois égards. Tout d'abord, elle ignore totalement le coût entraîné par le financement de l'opération. De plus, elle est rarement complète car elle omet, le plus souvent, de quantifier l'impact immédiat ou différé du rachat sur ces ratios financiers (bénéfice par action, rentabilité des fonds propres). Enfin, elle est totalement myope car elle néglige la dimension temporelle des phénomènes entraînés par un rachat. Nous allons développer ces trois aspects d'une façon normative, en nous aidant d'un exemple numérique très simple qui se construira au fur et à mesure de la discussion.

#### 3.2 Scénario courant

Les données initiales (et les notations) de l'exemple sont les suivantes:

Nombre d'actions existantes avant le rachat ( $N_{av}$ )	1'000'000
Nombre d'actions rachetées ( $n$ )	100'000
Nombre d'actions existantes après le rachat ( $N_{ap}$ )	900'000
Bénéfice total avant le rachat ( $B_{av}$ )	18'000'000 CHF

Sur cette base, on peut calculer les bénéfices par action avant ( $bpa_{av}$ ) et après rachat ( $bpa_{ap}$ ):

$$bpa_{av} = \frac{B_{av}}{N_{av}}$$
$$bpa_{ap} = \frac{B_{av}}{N_{ap}} = \frac{B_{av}}{N_{av} - n}$$

Dans le cadre de notre exemple, on obtient  $bpa_{av} = 18$  CHF,  $bpa_{ap} = 20$  CHF. Vu le mode de calcul utilisé, il est évident que la variation du bénéfice par action, en termes absolus ( $\Delta bpa$ ) est toujours positive, soit:

$$\Delta bpa = bpa_{ap} - bpa_{av} > 0 \quad (1)$$

ainsi qu'en termes relatifs ( $vr bpa$ ):

$$vr bpa = \frac{\Delta bpa}{bpa_{av}} > 0$$

Dans notre exemple, la variation relative du bénéfice par action est:

$$vr bpa = \frac{2}{18} = 11,1\%$$

On constate qu'il s'agit d'une amélioration considérable.

La démarche très simple qui vient d'être suivie correspond exactement à celle utilisée par certains professionnels qui affirment sans nuance que les rachats d'actions conduisent à améliorer le bénéfice par action. Comme on l'a déjà signalé, elle prête le flanc à deux critiques majeures, qui sont en fait complémentaires:

- 1) Elle suppose que le financement du rachat est gratuit, car elle admet implicitement que le bénéfice total « après rachat » (autrement dit le prochain bénéfice publié) sera égal au bénéfice « avant rachat »
- 2) Elle occulte complètement la dimension chronologique de l'opération de rachat, ce qui revient à la supposer réalisable en un jour.

### **3.3 Le financement du rachat**

#### *a) Volume et nature du financement*

Si l'on désigne par  $C^R$  le prix de rachat d'une action, le montant total du rachat s'élève à ( $nC^R$ ). En raisonnant très schématiquement, on peut envisager deux modes de financement de l'opération:

- un emprunt du même montant, grevé d'un taux d'intérêt ( $r$ ). Il s'agit-là d'une politique financière plutôt agressive et très peu, voire pas utilisée en Suisse ;
- une liquidation d'actifs, le plus souvent constitutifs du portefeuille de placement, et dont le rendement est égal au taux ( $r$ ). C'est le procédé le plus couramment utilisé sur tous les marchés du monde.

Si c'est la première solution qui est adoptée, le coût du financement est explicite car il est constitué des intérêts à payer sur l'emprunt, lesquels viendront en déduction du bénéfice. Si au contraire c'est la seconde possibilité qui est employée, l'entreprise encourt un coût d'opportunité (le manque à gagner sur les actifs liquidés), qui vient altérer le bénéfice de l'exercice. Mais dans les deux cas, il s'agit d'un coût indiscutable, lié au financement du rachat et qu'il faut considérer net d'impôt: les intérêts sont déductibles du bénéfice imposable, et le manque à gagner sur le portefeuille diminue d'autant l'assiette imposable. Par conséquent, nous pouvons écrire que le coût, net d'impôts, du financement du rachat d'actions (en % par an) doit être égal à  $r(1-t)$  avec  $t$  représentant le taux d'impôt sur le bénéfice

#### *b) Impact du coût du financement*

Nous introduisons les notations supplémentaires suivantes :

Bénéfice total après le rachat:  $B_{ap}$

Importance du rachat (ou fraction du capital rachetée):  $f = \frac{n}{N_{av}}$

$$\text{Multiple de cours de rachat } M = \frac{C^R}{bpa_{av}}$$

Compte tenu de ce qui précède, on peut calculer le bénéfice total après rachat (ou plus précisément un an après le rachat, et ce toutes choses égales par ailleurs) ainsi que le bénéfice par action après le rachat comme suit:

$$B_{ap} = B_{av} - r(1-t) nC^R$$

$$bpa_{ap} = \frac{B_{av} - r(1-t)nC^R}{N_{av} - n}$$

On détermine ensuite la variation absolue du bénéfice par action suite au rachat:

$$\Delta bpa = bpa_{ap} - bpa_{av} = \frac{fB_{av} - nC^R r(1-t)}{N_{av} - n} \quad (2)$$

ce qui équivaut en termes relatifs à:

$$vrbpa = \frac{\Delta bpa}{bpa_{av}} = \frac{\Delta bpa}{B_{av} / N_{av}} = \Delta bpa \frac{N_{av}}{B_{av}} = \frac{N_{av}}{B_{av}} \frac{fB_{av} - (nC^R)r(1-t)}{N_{av} - n}$$

ou encore:

$$vrbpa = \frac{N_{av}}{N_{av} - n} \frac{fB_{av} - (nC^R)r(1-t)}{B_{av}}$$

En utilisant, les définitions de  $f$ , de  $B_{av}$  et de  $M$  on peut finalement réécrire cette expression comme:

$$vrbpa = \frac{f}{1-f} [1 - Mr(1-t)] \quad (3)$$

Il nous faut compléter notre exemple numérique en posant :

Taux d'impôt ( $t$ ): 25 %

Coût du financement ( $r$ ) : 4 %

Importance du rachat ( $f$ ): 10%

Prix de rachat ( $C^R$ ) : 270 CHF

Cours de l'action avant rachat ( $C_{av}$ ): 270 CHF

Multiple du rachat ( $M$ ):  $270/18 = 15,0$  x

On notera en passant que nous nous situons dans le contexte d'une offre de rachat sur une seconde ligne de cotation (ou d'open market) car le prix de rachat est supposé être égal au cours boursier de l'action.

De la relation (2), on tire:

$$\Delta bpa = \frac{0,10 \cdot 1'800'000 - (100'000 \cdot 270 \cdot 0,04 \cdot (1 - 0,25))}{900'000} = 1,10 \text{ CHF}$$

alors que sans tenir compte du coût du financement, nous avons obtenu une différence de 2 CHF par action. La différence est très sensible.

Exprimée en termes relatifs et décomposée grâce à l'équation (3), cette variation est égale à:

$$vr bpa = \frac{\Delta bpa}{bpa_{av}} = \frac{1,10}{18} = \frac{f}{1-f} [1 - Mr(1-t)] = \frac{0,10}{0,90} [1 - 15 \cdot 0,04 \cdot (1 - 0,25)] = 6,11\%$$

contre 11,1 % lorsque l'on ne tenait pas compte du coût du financement. Là encore, l'écart est tout sauf négligeable: la sensibilité présumée du bénéfice par action diminue de 45 %.

### 3.4 Effet du coût du financement

La dérivée de l'équation (3) par rapport au coût unitaire du financement ( $r$ ) est négative :

$$\frac{\partial vr bpa}{\partial r} = -\frac{f}{(1-f)} M (1-t) < 0 \quad (4)$$

Cela signifie que l'effet du rachat sur le bénéfice par action est d'autant plus positif que le coût unitaire du financement est faible, et inversement. L'examen de l'équation (3) montre que cet effet est nul lorsque

$$M = \frac{1}{r(1-t)}$$

où  $M$  est par définition l'inverse du coût des fonds propres net d'impôt (sous l'hypothèse classique de constance des bénéfices futurs). En notant  $c$  le coût des fonds propres avant impôt, on peut écrire que le bénéfice par action n'est pas affecté par le rachat lorsque

$$\frac{1}{r(1-t)} = \frac{1}{c(1-t)} \text{ ou plus simplement lorsque } r = c$$

Financièrement parlant et très intuitivement, cela est assez évident :

- lorsque le coût du financement ( $r$ ) est inférieur au coût du capital (par exemple si le rachat est financé par la liquidation d'actifs oisifs ou peu rentables), il est évident que cela profite au bénéfice par action. A supposer que ce coût du financement soit nul, l'équation (3) montre que l'on se retrouve dans le cas standard.
- si le coût unitaire du financement ( $r$ ) était supérieur au coût des fonds propres, cela signifierait par exemple que l'entreprise se dessaisit de ses actifs les plus rentables pour racheter ses propres actions, ou bien s'endette à un taux d'intérêt supérieur au coût de ses fonds propres. On doit rationnellement écarter une telle éventualité.
- si, par une coïncidence absolument fortuite, l'entreprise finance le rachat à un coût ( $r$ ) strictement identique à celui de ses fonds propres ( $c$ ), aucun effet sur le bénéfice par action n'est à attendre.

Dans notre exemple numérique, nous utilisons un coût  $r$  de 4 % avant impôt. Imaginons qu'il ne soit en fait que de 3%; le bénéfice par action augmenterait alors de

$$vrbpa = \frac{0,10}{0,90} [1 - 15 \cdot 0,03 \cdot (1 - 0,25)] = 7,36\%$$

contre 6,11 % dans le cas de base ( $r = 4\%$ ). Là encore, on constate que l'incidence du coût du financement n'est de loin pas négligeable.

### 3.5 Effet du nombre d'actions rachetées

Nous poursuivons notre étude de la réactivité du bénéfice par action par rapport au coût du financement en concentrant cette fois notre attention sur le volume du financement nécessaire. Autrement dit, nous nous intéressons au nombre d'actions rachetées, c'est-à-dire à l'importance relative du rachat mesurée par le facteur ( $f$ ). Nous restons toujours dans le contexte d'une opération menée sur une seconde ligne de cotation (ou d'open market), et par conséquent nous maintenons l'hypothèse d'un prix de rachat égal au cours boursier du jour. Dans ces conditions, on peut dériver l'équation (3) par rapport à ( $f$ ) :

$$\frac{\partial vrbpa}{\partial f} = \frac{1}{(1-f)^2} [1 - Mr(1-t)] \quad (5)$$

Cette dérivée est positive pour autant que  $Mr(1-t) < 1$  ou encore que  $M < 1/r(1-t)$ , ce qui en définitive revient à imposer  $c > r$  (car  $M = 1/c(1-t)$ ). Si l'on postule la rationalité des décisions de l'entreprise, cette condition doit être vérifiée.

On constate donc sans surprise que l'effet du rachat sur le bénéfice par action est d'autant plus important que l'opération est de grande ampleur. Admettons que dans notre exemple, et toutes choses égales par ailleurs, le rachat porte sur 5 % seulement des actions en circulation. L'équation (3) montre alors que:

$$vrbpa = \frac{0,05}{0,95} [1 - 15 \cdot 0,04 \cdot (1 - 0,25)] = 2,89\%$$

contre 6,11 % si le rachat porte sur 10 % des actions. Une fois encore, la différence est sensible.

### 3.6 Rachat avec prime par rapport au prix du marché

Jusqu'ici, nous avons toujours raisonné pour un rachat opéré au prix du jour, excluant ainsi la possibilité pour l'entreprise d'offrir une prime au rachat. C'est sur cet aspect du problème que nous voulons nous pencher maintenant : comment le bénéfice par action devrait-il réagir si le prix de rachat incorpore une prime, c'est-à-dire si  $C^R = C_{av} (1 + \pi)$  où  $C_{av}$  est le cours de l'action avant le rachat alors que  $\pi$  représente la prime offerte (en %) par rapport au prix de l'action avant le rachat.

A ce stade, il faut stipuler clairement que le montant total du rachat ( $nC^R$ ) demeure inchangé. Cela signifie donc que le nombre d'actions à racheter  $-n(\pi)$ - et le multiple du rachat  $-M(\pi)$ - doivent être modifiés en proportion. Il suffit donc de poser:

$$n(\pi) = \frac{n}{1 + \pi}, \quad f(\pi) = \frac{f}{1 + \pi}, \quad M(\pi) = M(1 + \pi)$$

et de recalculer sur cette base :

$$vrbpa(\pi) = \frac{f(\pi)}{1-f(\pi)} [1 - M(\pi)r(1-t)]$$

On obtient sans difficulté

$$vrbpa(\pi) = \frac{f}{1-f} [1 - M(1+\pi)r(1-t)] \quad (6)$$

Reprenons notre exemple de base en modifiant le prix de rachat: au lieu de 270 CHF, on le suppose égal à 324 CHF, ce qui équivaut à une prime de 20 % qui n'a rien d'extravagant. Dans ces conditions, on a

$$n(\pi) = \frac{100'000}{1+0,2} = 83'333 \text{ actions rachetées}$$

$$f(\pi) = \frac{0,1}{1+0,2} = 0,083333$$

$$M(\pi) = 15 \times (1+0,2) = 18 \times$$

et l'équation (6) fournit

$$vrbpa(\pi) = \frac{0,08333}{1-0,08333+0,2} [1 - 18 \times 0,04(1-0,25)] = 3,43\%$$

Le cas de base faisait apparaître une variation de 6,11 % du bénéfice par action. On voit que l'introduction d'une prime de rachat assez habituelle atténue fortement la réactivité de ce résultat. On peut établir le même résultat d'une façon plus formelle en dérivant l'équation (6) par rapport à la prime de rachat ( $\pi$ ):

$$\frac{\partial vrbpa(\pi)}{\partial \pi} = \frac{f^2 Mr(1-t) - f}{(1-f+\pi)^2} \quad (7)$$

Cette dérivée est négative si

$$f^2 Mr(1-t) < f \quad \text{ou si} \quad f Mr(1-t) < 1 \quad \text{ou encore si} \quad f \frac{r(1-t)}{c(1-t)} < 1$$

Cette condition est vérifiée car ( $f < 1$ ) -ce qui est toujours le cas sous peine de liquider l'entreprise- et pour autant que l'entreprise prenne des décisions rationnelles ( $r < c$ ). Par conséquent, on peut affirmer sans risque de se tromper ce que l'intuition suggère: plus la prime de rachat est élevée, moins l'effet du rachat sur le bénéfice par action est positif.

Le principe étant acquis, on peut maintenant mesurer l'amplitude de cette atténuation. Pour ce faire, nous utilisons les équations (3) et (6) – cette dernière avec une prime de rachat  $\pi = 0,2$  – et nous choisissons successivement deux valeurs pour le coût unitaire du financement ( $r$ ), puis deux valeurs pour l'ampleur du rachat ( $f$ ). Les Tableaux III et IV ci-après résument les résultats.

**Tableau III: Effet du coût du financement**

	$r = 4 \%$	$r = 5 \%$	$\Delta$
$vrbpa$	6,11%	4,86%	1,25%
$vrbpa(\pi)$	3,43%	2,95%	0,48%

Ce Tableau III permet de percevoir clairement que la sensibilité du bénéfice par action au coût unitaire du financement ( $r$ ) est très fortement atténuée par l'existence d'une prime de rachat (elle est à peu près divisée par deux, ce qui est considérable).

**Tableau IV: Effet de l'ampleur du rachat**

	$f = 0,05$	$f = 0,10$	$\Delta$
$vrbpa$	2,89%	6,11%	3,22%
$vrbpa(\pi)$	2,00%	4,18%	2,18%

De la même façon, le Tableau IV montre que la réactivité du bénéfice par action à l'ampleur du rachat est, elle aussi, sérieusement réduite par la prime de rachat. On notera au passage que les valeurs choisies pour les divers paramètres ( $\pi=20 \%$ ,  $f = 0,05$  ou bien  $0,10$ ,  $r = 4\%$  ou  $5\%$ ) sont très réalistes.

### 3.7 Prise en compte du déroulement du rachat

Les différents cas considérés jusqu'à ce point ont comparé l'impact du rachat sur le bénéfice par action en mettant en rapport des bénéfices séparés d'un intervalle d'une année. Nous avons aussi supposé implicitement que le rachat était instantané, dans le sens qu'il intervenait juste après la clôture des comptes. Ceci n'est évidemment pas réaliste puisque, comme nous l'avons vu, une telle opération peut prendre du temps, de quelques semaines à plusieurs années pour une opération de rachat sur le marché. Pour analyser l'impact du rachat sur le marché, il s'agit donc de prendre en compte le déroulement dans le temps de l'opération.

Les diverses normes comptables (US GAAP, IAS, IFRS) connaissent le problème depuis longtemps et proposent une solution unifiée. Elle consiste à calculer le nombre d'actions après le rachat ( $N_{ap}$ ) comme une moyenne pondérée du nombre d'actions existantes pendant l'exercice comptable considéré, la pondération étant déterminée par le temps d'existence de chaque lot d'actions émises ou rachetées pendant l'exercice.

Pour calculer le bénéfice par action après le rachat, définissons une nouvelle variable  $w$ , qui correspond à la fraction d'année pendant laquelle les actions rachetées ont été ainsi soustraites au capital social. Si  $w=1$ , alors l'intégralité du rachat a lieu en tout début d'exercice comptable, alors que si  $w=0$ , le rachat a lieu en fin d'exercice comptable. Ainsi, le nombre d'actions en circulation après le rachat peut être écrit:

$$N_{ap} = N_{av} - wn$$

De cette façon, si le rachat a lieu en début d'exercice, le nombre d'actions pondéré sera égal à  $N_{av}-n$  alors que s'il a lieu en fin d'exercice, il sera de  $N_{av}$ . Le déroulement dans le temps du rachat est également important pour l'estimation du coût de financement. En effet, si celui-ci a lieu rapidement, le coût total, calculé pro rata temporis, sera plus élevé que si le rachat a lieu en fin d'exercice. On peut donc écrire que le bénéfice après le rachat sera de:

$$B_{ap} = B_{av} - wr(1-t)nC^R$$

A partir de cette expression, nous pouvons déterminer la variation absolue du bénéfice par action en tenant compte du déroulement du rachat, elle est de:

$$\Delta bpa = bpa_{ap} - bpa_{av} = \frac{B_{av} - wr(1-t)nC^R}{N_{av} - wn} - \frac{B_{av}}{N_{av}}$$

La variation du bénéfice par action en termes relatifs est de :

$$vrbpa = \frac{\Delta bpa}{bpa_{av}} = \frac{\Delta bpa}{B_{av}/N_{av}} = \Delta bpa \frac{N_{av}}{B_{av}} = \left( \frac{B_{av} - wr(1-t)nC^R}{N_{av} - wn} - \frac{B_{av}}{N_{av}} \right) \frac{N_{av}}{B_{av}}$$

$$vrbpa = \frac{N_{av}}{B_{av}} \left( \frac{B_{av} - wr(1-t)nC^R}{N_{av} - wn} \right) - 1 = \left[ \frac{N_{av}}{N_{av} - wn} \left( 1 - \frac{wr(1-t)nC^R}{B_{av}} \right) \right] - 1$$

Or on sait que  $f = \frac{n}{N_{av}}$  et que  $\frac{nC^R}{B_{av}} = \frac{nC^R}{N_{av}bpa_{av}} = fM$

On peut dès lors réécrire la variation relative du bénéfice par action comme:

$$vrbpa = \left( \frac{1}{1-wf} (1-wfMr(1-t)) \right) - 1 = \left( \frac{1}{1-wf} (1-wfMr(1-t)) \right) - \frac{1-wf}{1-wf}$$

Ainsi, on obtient:

$$vrbpa = \frac{wf}{1-wf} [1 - Mr(1-t)] \quad (8)$$

Cette équation est analogue à l'équation (3). La différence est que, via le coefficient ( $w$ ) qui mesure la durée de la mobilisation des capitaux nécessaires, elle tient compte du coût du financement. Plus le rachat est réalisé de façon précoce ( $w \sim 1$ ), plus le financement nécessaire sera mobilisé longtemps et générera donc un coût important ; au contraire, plus le rachat survient tard ( $w \sim 0$ ), moins longue sera la mobilisation des fonds nécessaires, et moins le coût du financement sera volumineux. En revanche, un rachat précoce génère un nombre d'actions en circulation plus faible qu'un rachat tardif. On constate donc que la rapidité du rachat a un effet opposé sur le numérateur et le dénominateur du bénéfice par action. Malgré cela, il faut relever que la variation relative du bénéfice par action dépend toujours du niveau relatif du coût de financement du rachat  $r$  par rapport au coût des fonds propres  $c$ . Tant que  $r < c$ , l'impact sur la variation relative du bénéfice par action est positif. La prise en compte explicite du déroulement du rachat dans le temps provoque une variation relative du bénéfice par action

qui est toujours plus faible que celle obtenue dans l'équation (3) car un rachat ne peut pas être réalisé instantanément.

Dans le cas d'un rachat avec une prime par rapport au prix du marché, l'analyse menée ci-dessus peut être répétée en incluant une prime de rachat, comme dans la section 3.6. Le résultat est analogue à ce qui a été trouvé ci-dessus, la fraction du capital rachetée étant multipliée par la pondération des titres rachetés,  $w$ . Dans ce cas, la variation relative du bénéfice est:

$$vrbpa = \frac{wf}{1-wf} [1 - M(1 + \pi)r(1-t)]$$

A nouveau, la prise en compte du déroulement du rachat implique que la variation relative du bénéfice par action est plus faible que si le rachat avait eu lieu instantanément, comme c'était le cas dans l'équation (6).

### **3.8 Conclusions**

De ces développements, il ressort que l'affirmation de nombreux professionnels selon laquelle un rachat d'actions conduit inmanquablement à une hausse du bénéfice par action, et constitue de ce fait une bonne nouvelle, est à nuancer très sérieusement : il s'agit en fait d'un jugement hâtif et myope, car mal documenté.

Nous avons pu constater que le coût du financement (jamais nul sauf cas exceptionnel) joue un rôle crucial : tant qu'il est inférieur au coût des fonds propres, on est amené à conclure qu'un rachat peut faire augmenter le bénéfice par action, mais dans des proportions bien moindres que celles évoquées par certains professionnels. L'ampleur de l'opération (que le jugement à l'emporte-pièce de nombreux praticiens néglige totalement) exerce également une influence positive non négligeable. L'existence d'une prime de rachat atténue fortement cet effet positif attendu sur le bénéfice par action. Enfin, relevons que le déroulement du rachat joue un rôle important puisque nous avons que plus celui-ci a lieu tardivement, plus l'impact sur le bénéfice par action est faible, voire nul.

## 4. Effets fiscaux du rachat sur la valeur de l'entreprise.

Il s'agit là d'un grand classique de la finance d'entreprise théorique. Depuis le fameux article de Modigliani et Miller (1958), on sait que, pour les entreprises en bonne santé financière – et qui paient de ce fait des impôts sur le bénéfice, la dette crée un gain fiscal qui profite exclusivement aux actionnaires. En rachetant ses propres actions, la société réduit la surface de ses fonds propres et le nombre d'actions en circulation; le gain fiscal lié à la dette va donc se répartir sur des fonds propres diminués et cela devrait par conséquent faire monter le cours de l'action.

Le conditionnel est toutefois de rigueur car il faut également tenir compte d'un autre effet, mais allant dans le sens contraire : l'augmentation du degré d'endettement conduit, via la Proposition II de Modigliani et Miller, à une hausse du coût des fonds propres, ce qui devrait par conséquent faire baisser le prix de l'action.

Dans ce qui suit, nous nous attachons à documenter ce double phénomène antagoniste et à déceler les conditions sous lesquelles le cours de l'action devrait théoriquement être poussé – ou non - à la hausse suite aux effets fiscaux liés à l'opération de rachat. Nous considérons successivement deux formes de rachat (au prix du jour ou avec une prime), et pour chacune des deux, nous en examinons les effets sur le coût des fonds propres et sur le cours de l'action.

### 4.1 Rachat au prix du marché

Nous nous trouvons là face à une opération d'*open market* classique sur le marché américain ou de rachat sur une second ligne de cotation, tout aussi classique sur le marché suisse. Afin de bien situer le problème, il faut rappeler que le gain fiscal émanant de la dette existante est totalement intégré (*embedded*) à la capitalisation boursière des actions existantes. Cette précision étant donnée, nous pouvons présenter les notations que nous utiliserons :

$D_{av}$  : dette financière avant l'opération de rachat, en valeur de marché

$t$  : taux d'impôt sur le bénéfice de l'entreprise

$G$  : gain fiscal existant, intégré aux fonds propres existants ( $= t D_{av}$ )

$E_{av}$  : capitalisation boursière des actions en l'absence de dette, avant le rachat

$E_{av}^t$  : capitalisation boursière des actions en présence de dette, avant le rachat ( $= E_{av} + G$ )

$C_{av}$  : cours de l'action, avant le rachat

$n$  : nombre d'actions rachetées

$N_{av}$  : nombre d'actions en circulation avant le rachat

$R$  : montant du rachat ( $= n C_{av}$ )

$E_{ap}^t$  : capitalisation boursière des actions en présence de dette, après le rachat ( $= E_{av}^t - R = E_{av} + G - R$ )

$k$  : coût du capital après impôt en l'absence de dette

$k_i$  : coût de la dette

$k_e^{av}$  : coût des fonds propres net d'impôt en présence de dette avant le rachat

$k_e^{ap}$  : coût des fonds propres net d'impôt en présence de dette après le rachat

a) Effet attendu sur le coût des fonds propres

Il suffit d'écrire la Proposition II de Modigliani et Miller après et avant le rachat, et de prendre la différence.

$$\text{Avant le rachat: } k_e^{av} = k + (1-t)(k - k_i) \frac{D_{av}}{E_{av}^t}$$

$$\text{Après le rachat: } k_e^{ap} = k + (1-t)(k - k_i) \frac{D_{av}}{E_{ap}^t}$$

On obtient:

$$\Delta k_e = (1-t)(k - k_i) \left[ \frac{D_{av}}{E_{av} + G - R} - \frac{D_{av}}{E_{av} + G} \right]$$

$$\Delta k_e = (1-t)(k - k_i) R \left[ \frac{D_{av}}{(E_{av} + G)^2 - R(E_{av} + G)} \right]$$

$$\Delta k_e = (1-t)(k - k_i) R \left[ \frac{D_{av}}{E_{av}^t (E_{av}^t - R)} \right] \quad (9)$$

b) Exemple numérique

On considère la situation de la société Lambda avant un rachat d'actions au prix du marché :

$E_{av}^t = 30'000'000$ CHF	$k_e^{av} = 22,2$ %
$D_{av} = 10'000'000$ CHF	$k_i = 10,0$ %
$N_{av} = 60'000$ actions	$k = 20,0$ %
$C_{av} = 500$ CHF	$t = 34,0$ %

et par conséquent

$$G = 0,34 \times 10'000'000 \text{ CHF} = 3'400'000 \text{ CHF}$$

$$E_{av} = 30'000'000 \text{ CHF} - 3'400'000 \text{ CHF} = 26'600'000 \text{ CHF}$$

La société Lambda rachète 20'000 actions au cours du jour de 500 CHF. On a donc :

$$n = 20'000 \text{ actions}$$

$$f = \frac{20'000}{60'000} = 0,333$$

$$R = 10'000'000 \text{ CHF}$$

En ce qui concerne la variation du coût des fonds propres, la relation (9) fournit le résultat suivant :

$$\Delta k_e = (1,0 - 0,34) \cdot (0,2 - 0,1) \cdot 10 \left[ \frac{10}{30(30-10)} \right] = 0,011 = +1,1 \%$$

Le calcul direct via la Proposition II de Modigliani et Miller confirme ce résultat :

$$k_e^{ap} = 0,2 + (1,0 - 0,34) \cdot (0,2 - 0,1) \cdot \frac{10}{20} = 23,3 \% \text{ contre } 22,2 \% \text{ pour } k_e^{av}$$

c) *Effet attendu sur le cours de l'action après le rachat*

On a par définition :

$$\begin{aligned} \text{Cours avant rachat } C_{av} &= \frac{E_{av}^t}{N_{av}} = \frac{E_{av} + G}{N_{av}} \\ \text{Cours après rachat } C_{ap} &= \frac{E_{ap}^t}{N_{av} - n} = \frac{E_{av} + G - R}{N_{av} - n} = \frac{E_{av} - nC_{av} + G}{N_{av} - n} = \frac{E_{av} - f(E_{av} + G) + G}{N_{av}(1-f)} \\ \text{car on sait que } C_{av} &= \frac{E_{av} + G}{N_{av}} \text{ et } f = \frac{n}{N_{av}} \\ \text{et dès lors on obtient: } C_{ap} &= \frac{[E_{av} + G]}{N_{av}} = C_{av} \end{aligned} \quad (10)$$

On forme alors:

$$\Delta C = C_{ap} - C_{av} = \frac{[E_{av} + G]}{N_{av}} - \frac{[E_{av} + G]}{N_{av}} = 0 \quad (11)$$

Le résultat fourni par la relation (11) est apparemment surprenant car il stipule que la répartition du gain fiscal existant  $G$  sur un nombre d'actions réduit ( $N_{av} - n$ ) ne fait pas augmenter le cours après rachat et qu'elle est au contraire absolument neutre. En cela, il contredit catégoriquement les commentaires et explications généralement produits dans la littérature à ce propos.

A y bien réfléchir toutefois, ce résultat n'a rien de paradoxal : en rachetant au cours  $C_{av}$ , la société Lambda rembourse un montant  $fG/N_{av}$  par action à chaque actionnaire « sortant ». Globalement, le gain fiscal intégré se réduit à  $G_{ap} = (1-f)G_{av}$  de sorte qu'aucun effet n'est à attendre au niveau du cours de l'action après rachat. Intuitivement, on peut dire que chaque actionnaire "sortant" prend avec lui la part du gain fiscal qui lui revient.

De ces développements, il ressort que :

- au terme d'une arithmétique élémentaire mesurant le cours par action, nous devons conclure que la répartition du gain fiscal intégré n'a aucun effet sur le cours

- sur la base de la Proposition II de Modigliani et Miller, nous constatons sans surprise une élévation du coût des fonds propres

Il n'y donc pas de phénomène compensatoire, et nous pouvons affirmer que le rachat d'actions, vu qu'il conduit mécaniquement à une élévation du degré d'endettement, fait augmenter la prime de risque financier et doit induire, toutes choses égales par ailleurs, une baisse du cours de l'action. En recourant au multiple cours/bénéfice ( $M = 1/k_e$ ), on peut en première approximation chiffrer cette baisse comme suit :

$$\text{Avant rachat: } M_{av} = \frac{1}{0,222} = 4,504$$

$$\text{Après rachat: } M_{ap} = \frac{1}{0,233} = 4,292$$

Cela représente une baisse de  $(4,292 - 4,504) = 0,212$  par CHF du multiple ou bien, et c'est équivalent, de  $0,212/4,504 = 4,7\%$  du cours.

Si le rachat au prix du marché avait lieu d'un coup, on devrait donc observer une baisse instantanée du cours de 4,7 %. Or tout rachat au prix du marché a, par définition, besoin d'une longue durée pour pouvoir être réalisé, de l'ordre d'une année en Suisse. Cette diminution du cours devrait donc surgir progressivement, au fur et à mesure que les actions sont rachetées de sorte qu'elle va en devenir imperceptible (sans compter le fait qu'il n'est pas facile de repérer les dates et les volumes des rachats successifs, les entreprises étant plutôt discrètes à ce sujet). Dans de telles conditions, cette diminution de cours devient très difficile à déceler, mais cela ne signifie pas pour autant qu'elle n'existe pas : en vertu de la Proposition II de Modigliani et Miller, un rachat d'actions au prix du jour tend à déprimer le cours.

Ce constat fondamental étant posé, nous pouvons examiner les effets de deux modalités particulières pouvant assortir une opération de rachat, à savoir l'existence d'une prime d'une part, le financement par voie d'emprunt d'autre part.

#### **4.2 Rachat avec prime**

On considère maintenant une opération de rachat du type *offre ferme*, assortie comme c'est l'usage d'une prime  $\pi$  (en % du cours du jour) telle que le prix de rachat  $C^R$  se monte à  $C_{av}(1+\pi)$ . Comme dans la section 3, le montant total du rachat  $R$  demeure inchangé, l'opération doit donc porter sur un nombre d'actions  $n(\pi)$  et une proportion du capital existant  $f(\pi)$  réduits. On peut donc écrire:

$$n(\pi) = \frac{n}{1+\pi}, \quad f(\pi) = \frac{f}{1+\pi}$$

En ce qui concerne la variation du coût des fonds propres consécutive à une telle opération, la relation (9) demeure valide. En effet, la prime offerte ( $\pi$ ) ne joue aucun rôle sur le montant racheté ( $R$ ), de sorte que la valeur des fonds propres après le rachat ( $E_{ap}^t$ ) et celle de la dette ( $D_{av}$ ) demeurent inchangées par rapport aux niveaux qui les caractérisent lors d'un rachat au prix du marché.

Pour ce qui a trait à l'influence de la prime offerte sur le cours de l'action, on calcule tout d'abord le cours théorique après le rachat  $C_{ap}$  :

$$C_{ap} = \frac{E_{ap}^t}{N_{av} - n(\pi)} = \frac{E_{av} + G - n(\pi)(1 + \pi)C_{av}}{N_{av} - n(\pi)} = \frac{E_{av} - f(\pi)[E_{av} + G] - f(\pi)\pi[E_{av} + G] + G}{N_{av} - n(\pi)}$$

$$C_{ap} = \frac{(E_{av} + G)[(1 - f(\pi)) - \pi f(\pi)]}{N_{av} - n(\pi)} \quad (12)$$

Il suffit alors de former

$$\Delta C = C_{ap} - C_{av} = \frac{(E_{av} + G)[(1 - f(\pi)) - \pi f(\pi)]}{N_{av} - n(\pi)} - \frac{E_{av} + G}{N_{av}}$$

$$\Delta C = \frac{(E_{av} + G)[1 - f(\pi) - \pi f(\pi)] - (E_{av} + G)[1 - f(\pi)]}{N_{av} - n(\pi)}$$

$$\Delta C = -E_{av}^t \cdot \frac{\pi f(\pi)}{N_{av} - n(\pi)} \quad (13)$$

Cette relation (13) montre sans surprise que:

- l'existence d'une prime de rachat conduit à une dilution du cours
- cette dilution est d'autant plus forte que la prime ( $\pi$ ) est élevée, le rachat est volumineux ( $f(\pi)$  et  $n(\pi)$  élevés)
- lorsque la prime est nulle, l'incidence sur le cours est nulle elle aussi et on retrouve la relation (11)

Prenons à titre d'exemple numérique le cas de la société Lambda et admettons que la prime offerte s'élève à 25 %. Le prix de rachat  $C^R$  s'élève donc à  $500 \times 1,25 = 625$  CHF. Dans ces conditions, il suffit de racheter

$$n(\pi) = \frac{10'000'000}{625} = 16'000 \text{ actions}$$

$$f(\pi) = \frac{16'000}{60'000} = 0,2666 \sim 26,7 \% \text{ des titres existants}$$

La relation (13) fournit le résultat suivant :

$$\Delta C = \frac{30'000'000}{60'000 - 16'000} (0,25 \cdot 0,26666) = -45,45 \text{ CHF soit environ } -9,09\% \text{ de dilution}$$

Relevons que, comme dans le cas du rachat au prix du marché, cette baisse de cours sera encore accentuée par l'augmentation du coût des fonds propres.

### 4.3 Financement par emprunt

On admettra que l'emprunt ( $\Delta D$ ) couvre la totalité du montant du rachat, autrement dit que

$$\Delta D = R \text{ et par conséquent } D_{ap} = D_{av} + \Delta D = D_{av} + R$$

où  $D_{ap}$  représente la dette financière après l'opération de rachat, en valeur de marché. L'émission de cet emprunt fait surgir un gain fiscal additionnel égal à  $tR$  qui va s'intégrer aux fonds propres comme le gain fiscal existant  $G$ . Formellement, on a donc:

$$E_{ap}^t = E_{av}^t - R + tR = E_{av}^t - (1-t)R \text{ où } E_{av}^t = E_{av} + G$$

On sait déjà que: 
$$C_{av} = \frac{E_{av}^t}{N_{av}} = \frac{E_{av} + G}{N_{av}}$$

Il nous faut encore déterminer  $C_{ap}$ . On peut écrire: 
$$C_{ap} = \frac{E_{ap}^t}{N_{av} - n} = \frac{E_{av} + G - R + tR}{N_{av} - n}$$

A ce stade, nous devons distinguer deux cas: le rachat au cours du jour et le rachat avec prime.

#### a) Rachat au cours du jour

Dans cette situation, le montant du rachat  $R$  est égal à  $R = nC_{av}$  et l'importance relative du rachat s'élève à  $f = n/N_{av}$ . Sur cette base, on peut achever la détermination du cours après rachat :

$$C_{ap} = \frac{E_{av} + G - nC_{av} + tR}{N_{av} - n} = \frac{[E_{av} + G](1-f) + tR}{N_{av} - n} \quad (14)$$

On peut maintenant former :

$$\Delta C = C_{ap} - C_{av} = \frac{[E_{av} + G](1-f) + tR}{N_{av} - n} - \frac{E_{av} + G}{N_{av}} = \frac{[E_{av} + G](1-f) + tR - [E_{av} + G](1-f)}{N_{av} - n}$$

$$\Delta C = \frac{tR}{N_{av} - n} \quad (15)$$

L'endettement supplémentaire crée un nouveau gain fiscal ( $tR$ ) qui se répartit sur les actions restantes, provoquant ainsi une hausse du cours théorique de l'action après rachat.

Si on revient à la société Lambda pour illustrer numériquement cette conclusion, on obtient

$$\Delta C = \frac{0,34 \cdot 10'000'000}{60'000 - 20'000} = 85 \text{ CHF}$$

Et le cours théorique après rachat et emprunt s'élève à  $C_{ap} = 585 \text{ CHF}$

L'opération semble donc générer une plus-value de  $585/500 = + 17 \%$ . Notons que ce chiffre ne correspondrait à la réalité que si le rachat intervenait en tout début d'exercice comptable de sorte que le nombre moyen d'actions en circulation pendant toute l'année soit égal à  $60'000 - 20'000 = 40'000$ .

Supposons au contraire que le rachat ne se fasse qu'à l'extrême fin de l'exercice comptable ; le nombre moyen d'actions en circulation pendant toute l'année est alors très proche de 60'000 et il en découle que cette plus-value s'élève à  $3'400'000/60'000 = 56,7$  CHF par action, soit un gain de 11,3 %.

En fonction de la date à laquelle le rachat est opéré, cette plus-value va donc se situer à une valeur plus ou moins voisine de 17 % ou de 11,3 %.

Tournons-nous maintenant vers l'effet qu'un rachat financé par emprunt va provoquer sur le coût des fonds propres. Nous savons déjà que :

$$\Delta k_e = (1-t)(k - k_i) \left[ \frac{D_{ap}}{E_{ap}^t} - \frac{D_{av}}{E_{av}^t} \right] = (1-t)(k - k_i) \left[ \frac{D_{av} + R}{E_{av}^t - (1-t)R} - \frac{D_{av}}{E_{av}^t} \right]$$

$$\Delta k_e = (1-t)(k - k_i) R \left[ \frac{\{E_{av}^t + (1-t)D_{av}\}}{E_{av}^t \{E_{av}^t - (1-t)R\}} \right] \quad (16)$$

La comparaison de la relation (16) – rachat financé par emprunt - avec son homologue la relation (9) - rachat financé par de la liquidité oisive - permet de documenter l'effet de l'endettement. Formellement, tout revient à examiner le rapport de grandeur existant entre les deux termes du ratio entre crochet, ce qui s'annonce fastidieux. Le raisonnement financier, via la Proposition II, nous amène à conclure que l'impact sur le coût des fonds propres est plus important lorsque le rachat est financé par l'emprunt, et un exemple numérique tiré de la société Lambda le confirme :

$$\Delta k_e = (1 - 0,34)(0,20 - 0,10)10'000'000 \frac{30'000'000 + (1 - 0,34)10'000'000}{30'000'000 [30'000'000 - (1 - 0,34)10'000'000]}$$

$$\Delta k_e = 660'000 \cdot \frac{36'600'000}{702'000'000} = 0,0344 = 3,44\%$$

Le coût des fonds propres après rachat et emprunt se montera donc à :

$$k_e = 22,2\% + 3,44\% = 25,64\%$$

Une application directe de la Proposition II de Modigliani et Miller fait naturellement aboutir au même résultat.

Cette hausse du coût des fonds propres doit naturellement correspondre à une baisse du cours de l'action. En reprenant par analogie le raisonnement sur le multiple Cours/Bénéfice, on peut écrire :

$$\text{Avant rachat: } M_{av} = \frac{1}{0,222} = 4,504$$

Après rachat:  $M_{ap} = \frac{1}{0,2564} = 3,900$

La baisse de cours ainsi attendue se monte à  $\frac{3,900 - 4,504}{4,504} = -13,41\%$

Or, nous avons montré que le gain fiscal additionnel lié à l'emprunt pouvait faire déboucher, suivant la date du rachat, sur une hausse de cours située entre 17,0% et 11,3 %. Si le rachat intervient très tôt dans l'exercice comptable, on peut donc en attendre une légère hausse du cours (17,0 % - 13,41 % = 3,59 %). Au contraire, si le rachat est lancé à la fin de l'exercice comptable, on doit escompter une baisse du cours de l'action (11,3% - 13,41% = -2,11 %). Comme on peut le constater, le pronostic est tout sauf clair et univoque.

### b) Rachat avec prime

Rappelons que, pour ce cas, nous avons déjà défini

$$R = \Delta D = n(\pi)C_{av}(1 + \pi) \quad \text{où} \quad n(\pi) = \frac{n}{(1 + \pi)}$$

$$E_{ap}^t = E_{av} + G - (1 - t)R = E_{av}^t - (1 - t)R$$

Pour ce qui concerne l'impact d'une telle opération (rachat avec prime, financé par emprunt) sur le coût des fonds propres, il faut se souvenir que le montant du rachat ( $R$ ) est totalement indépendant du niveau de la prime:

$$R = C^R n(\pi) = (1 + \pi)C_{av} \frac{n}{1 + \pi} = nC_{av}$$

Il en découle que le gain fiscal supplémentaire ( $tR$ ) est, lui aussi, indépendant de la prime. Par conséquent, on peut conclure que la relation (16)

$$\Delta k_e = (1 - t)(k - k_i)R \left[ \frac{\{E_{av}^t + (1 - t)D_{av}\}}{E_{av}^t \{E_{av}^t - (1 - t)R\}} \right]$$

demeure pleinement valide pour mesurer l'effet de l'opération sur le coût des fonds propres et que, par conséquent, le niveau de la prime n'a aucun effet sur le coût des fonds propres.

Pour pouvoir mesurer l'effet sur le cours après rachat, il faut au préalable définir ce cours :

$$C_{ap} = \frac{E_{ap}^t}{N_{av} - n(\pi)} = \frac{E_{av} + G - (1 - t)R}{N_{av} - n(\pi)} = \frac{E_{av} + G - (1 - t)n(\pi)C_{av}(1 + \pi)}{N_{av} - n(\pi)}$$

$$C_{ap} = \frac{E_{av} + G}{N_{av} - n(\pi)} \left[ 1 - (1 - t)f(\pi)(1 + \pi) \right] \quad (17)$$

On forme ensuite :

$$\Delta C = C_{ap} - C_{av} = \frac{E_{av} + G}{N_{av} - n(\pi)} \left[ 1 - (1 - t)f(\pi)(1 + \pi) \right] - \frac{E_{av} + G}{N_{av}}$$

$$\Delta C = \frac{E_{av} + G}{N_{av} - n(\pi)} \left[ 1 - (1 - f(\pi)) - f(\pi)(1 - t)(1 + \pi) \right]$$

$$\Delta C = \frac{E_{av} + G}{N_{av} - n(\pi)} f(\pi) [t(1 + \pi) - \pi] \quad (18)$$

Admettons par exemple que la société Lambda fixe une prime  $\pi = 25\%$ . Il faudrait racheter 16'000 actions et le cours devrait varier de

$$\Delta C = \frac{30'000'000}{60'000 - 16'000} 0,2666 [0,34(1 + 0,25) - 0,25] = +31,8 \text{ CHF par action}$$

En examinant la relation (18), on constate que la variation de cours induite par l'opération peut être positive, nulle ou même négative. En effet, le cours devrait rester inchangé ou même baisser si

$$\pi \geq t(1 + \pi) \text{ ce qui équivaut à } \pi(1 - t) \geq t \text{ ou enfin à } \pi \geq \frac{t}{1 - t} \quad (19)$$

La relation (19) signifie que si l'on fixe une prime très élevée, cela provoque une dilution du cours tellement importante qu'elle excède le gain fiscal additionnel induit par l'emprunt. Pour fixer les idées, admettons que l'entreprise est taxée au taux de 20 %; il en découle qu'une prime supérieure à 25 % provoquerait une pareille dilution car si  $t = 0,20$ ,  $t/(1 - t) = 0,25$ .

#### 4.4 Conclusions

Pour articuler aussi clairement que possible cette conclusion, nous allons admettre que le cas de base, la situation normale, est constitué par le rachat au cours du jour: que ce soit en termes de nombres de rachats effectués ou de montants rachetés, c'est de loin la procédure la plus fréquente.

Dans ce contexte, nous avons conclu sans ambiguïté que la répartition du gain fiscal existant sur un plus petit nombre d'action ne peut pas avoir d'effet sur le cours. D'un autre côté, nous avons constaté qu'en vertu de la Proposition II de Modigliani et Miller, le coût des fonds propres augmente inmanquablement, provoquant ainsi une baisse du cours de l'action. Voici donc énoncée une sorte d'*hypothèse nulle* concernant les effets potentiels d'un rachat standard..

Si le prix de rachat intègre une prime, l'opération conduit à la même hausse du coût des fonds propres que si le rachat avait lieu au cours du jour, et donc entraîne la même baisse du cours de l'action. De surcroît, l'existence de la prime provoque une dilution du cours. Par conséquent, un rachat avec prime doit faire baisser le cours de l'action.

Au cas où l'opération est financée par un emprunt, un gain fiscal supplémentaire surgit et vient s'intégrer aux fonds propres existants. Si le rachat se fait au cours du jour, ce gain fiscal additionnel va faire monter le cours de l'action, mais dans une proportion difficile à déterminer parce que dépendante de la date de l'opération. En revanche, le financement par emprunt pousse vivement le coût des fonds propres à la hausse, ce qui déprime le cours. Nous sommes là devant un phénomène partiellement compensatoire et dépendant de la date du rachat. Le pronostic concernant l'impact sur le cours ne peut être que difficile et équivoque.

Au cas où le rachat financé par emprunt est assorti d'une prime, il a le même effet sur le coût des fonds propres que s'il était opéré au cours du jour; de ce point de vue, on devrait

s'attendre à une baisse du cours. L'existence de la prime brouille passablement le message selon le rapport qui existe entre le taux de cette prime et le taux d'impôt frappant le bénéfice de l'entreprise. Si la prime est trop élevée, elle provoque une dilution qui dépasse, en valeur absolue, le gain fiscal supplémentaire créé par le nouvel emprunt. Là encore, le pronostic est loin d'être catégorique.

## 5. Rachat assorti de put

### 5.1 Contexte général

Toute opération de rachat menée via la technique de l'offre ferme implique nécessairement que le prix de rachat ( $C^R$ ) soit supérieur au cours coté le jour où l'offre est lancée ( $C_0$ ), et même largement supérieur, pour qu'elle puisse se solder par un succès. Dans de telles conditions, une dilution du cours est inéluctable: les actionnaires « sortants » partent avec plus que ce à quoi ils ont droit (le cours du jour), et ce au détriment des actionnaires « restants ». Cette dilution correspond à une perte effective pour les actionnaires "restants" et elle est d'autant plus sévère que la prime offerte est élevée d'une part, que le nombre d'actions rachetées est important d'autre part.

La technique de l'offre ferme n'est pas du tout usuelle en Suisse, que ce soit pour émettre ou pour racheter des actions, car elle ne respecte pas le principe de traitement proportionnel entre actionnaires (CO 717, al.2). Pour assurer cette proportionnalité de traitement, une idée très naturelle a rapidement germé: assortir l'opération de rachat d'un *droit préférentiel de vente* (DPV), parfait symétrique du très courant droit préférentiel de souscription (DPS) utilisé lors des émissions d'actions à un prix inférieur au cours du jour. Trois caractéristiques communes peuvent immédiatement être relevées :

- a) Ces deux droit (DPS et DPV) sont des options très en-dedans, à courte durée de vie (entre 5 et 10 jours ouvrables) et par conséquent à valeur temporelle quasi-nulle.
- b) Ces options sont cotées en bourse pendant la durée de l'opération, afin de faciliter le traitement des rompus d'une part, de permettre à chaque actionnaire de prendre les meilleures décisions le concernant d'autre part (à savoir participer à l'opération ou s'abstenir et vendre ses droits).
- c) Ces options ont toutes deux un pouvoir dilutif: le DPS n'est pas assimilable à une simple option call standardisée, mais à un bon de souscription (ou warrant). Il est dilutif car le simple fait d'exercer l'option fait baisser mécaniquement le prix de l'action sous-jacente. De même, le DPV, appelé couramment put, n'est pas comparable à un put standardisé car il a, lui aussi, un pouvoir dilutif.

### 5.2 Pouvoir dilutif et évaluation du put

Avant d'entrer dans le vif du sujet, il importe de préciser la chronologie des opérations, laquelle s'articule autour de trois dates distinctes.

- $t=0$  Date de l'annonce de l'opération de rachat et de la divulgation de ses caractéristiques: nombre d'actions visé ( $n$ ), prix de rachat ( $C^R$ ), durée de la période pendant laquelle les offres de rachat pourront être présentées à l'entreprise.
- $t=1$  Début de la période pendant laquelle les offres de rachat peuvent être présentées à l'entreprise; cette date est explicitement stipulée en  $t=0$  déjà. Simultanément, cette date  $t=1$  correspond au jour à partir duquel l'action est traitée « ex DPV » et le put est coté spécifiquement.

$t=2$  Date de l'expiration de l'offre de rachat et date d'échéance du put.

Usuellement, on compte un délai d'une ou deux semaines au grand maximum entre la date d'annonce ( $t=0$ ) et celle du début de l'opération ( $t=1$ ), et autant entre cette dernière date et celle d'expiration ( $t=2$ ).

Pour évaluer le pouvoir dilutif du put, il faut se placer à la veille de la date  $t=1$ , c'est-à-dire juste avant le détachement du put. A cet instant, on connaît avec certitude :

$C_{av}$  = le cours de l'action avant le détachement du DPV

$C^R$  = le prix de rachat proposé

$N_{av}$  = le nombre d'actions existant avant le rachat

$n$  = le nombre d'actions que l'entreprise veut racheter ( $n = n_T = n_P$  par définition).

et on cherche à déterminer le prix théorique après détachement ( $C_{ap}$ ), c'est-à-dire le prix auquel l'action sera cotée, ex DPV, à la date  $t=1$ . En termes agrégés, la richesse totale des actionnaires n'a aucune raison de changer entre la veille du détachement du DPV et la date de son détachement. Autrement dit :

Richesse AVANT = Richesse APRES

$$N_{av} C_{av} = N_{ap} C_{ap} + n C^R$$

où  $N_{ap} = N_{av} - n$ . On en tire la valeur recherchée de  $C_{ap}$  :

$$C_{ap} = \frac{N_{av} C_{av} - n C^R}{N_{av} - n} \quad (20)$$

dont on déduit sans difficulté la dilution prévisible  $D = C_{av} - C_{ap}$  où la valeur de  $C_{ap}$  est donnée par la relation (20). On en tire la valeur du DPV qui doit être (sous peine d'arbitrage):

$$D = \text{DPV} = \frac{C^R - C_{av}}{d - 1} \quad \text{où} \quad d = \frac{N_{av}}{n} \quad (21)$$

Dès la date  $t=1$ , le DPV est détaché de l'action, il est coté spécifiquement et l'action est elle-même cotée ex droit. La formule (21) ne convient alors plus pour estimer la valeur théorique du DPV et elle doit être remplacée par l'équation (22) que l'on obtient comme suit :

$$(d - 1)D = C^R - C_{av}$$

$$dD = C^R - C_{av} + D = C^R - (C_{av} - D) = C^R - C_{ap}$$

dont on tire:

$$D = \frac{C^R - C_{ap}}{d} \quad (22)$$

En examinant les relations (21) et (22), on remarquera sans surprise que via le facteur ( $d$ ), elles mesurent la valeur intrinsèque d'un put dilutif: cette valeur intrinsèque est déterminée en effet par rapport au cours de l'action après exercice, alors que celle d'un put standardisé se définit par rapport au prix contemporain de l'action, c'est-à-dire avant exercice.

Pour illustrer la méthodologie, prenons pour exemple le rachat par Swisscom en février 2002 de 10% de ses actions, 10 actions donnant le droit d'en vendre une à Swisscom au prix de 580 CHF. La veille du détachement du DPV, l'action Swisscom cote 495 CHF. On peut donc s'attendre à ce que le DPV se traite le lendemain à

$$\text{DPV} = \frac{580 - 495}{10 - 1} = 9,4$$

et que l'action Swisscom se traite, droit détaché à  $495,0 - 9,4 = 485,6$ . Quelques jours après, pendant la période de rachat, l'action Swisscom est cotée (ex droit) 501 CHF. Le DPV vaut donc théoriquement ce jour-là

$$\text{DPV} = \frac{580 - 501}{10} = 7,9$$

### ***5.3 Existence du put et effet de signal***

Le fait de mettre tous les actionnaires au bénéfice d'un droit préférentiel de vente permet de respecter d'une façon élégante, et très usuelle en Suisse, le principe d'égalité de traitement des actionnaires. En revanche, cette solution pose un problème en ce qui concerne l'effet de signalisation que pourrait rechercher l'entreprise. Rappelons que, pour être crédible, un signal doit être coûteux pour celui qui l'émet. Or le put protège intégralement et efficacement les actionnaire "restants" de l'inévitable dilution attachée à un rachat assorti d'une prime.

De ce point de vue, et toutes choses égales par ailleurs, l'effet de signal ainsi produit, s'il existe, doit donc être sensiblement moins vigoureux que si l'opération avait pris la forme d'une offre ferme.

## 6. Aspects fiscaux suisses

Le but de ce chapitre n'est pas de présenter tous les détails de la législation et de la réglementation fiscale, nationale ou cantonale, se rapportant aux rachats d'actions. Nous nous limiterons au strict minimum, car notre objectif ne consiste qu'à saisir convenablement l'impact de la fiscalité sur les opérations de rachat (déroulement concret, chances de succès entre autres) et non pas à calculer exactement le montant des impôts dus. Nous distinguerons successivement l'imposition anticipée, l'imposition directe et la fiscalité du put. Nous concluons en remettant tout cela dans un contexte résolument financier.

### 6.1 Imposition anticipée

La loi sur l'impôt anticipé considère qu'un rachat d'actions suivi d'une réduction équivalente du capital social (c'est-à-dire d'une destruction des actions rachetées) constitue une liquidation partielle de l'entreprise. Par voie de conséquence, le montant que les actionnaires "sortants" encaissent est totalement assimilé à un dividende (partiel) de liquidation, et de ce fait soumis à l'impôt anticipé. Cet impôt se monte à

$$IA = \tau (C^R - V_N)$$

où :  $IA$  est le montant de l'impôt anticipé (en CHF),  $\tau$  est le taux d'impôt anticipé = 35 %,  $C^R$  est le prix de rachat de l'action et  $V_N$  est la valeur nominale de l'action. La loi sur l'impôt anticipé concerne surtout les revenus du capital financier (obligations, actions, comptes bancaires). Elle dispose que l'organisme payeur prélève l'impôt anticipé, le vire à l'administration fiscale et ne verse aux bénéficiaires que le montant net (coupon obligataire, dividende, intérêt, etc). Il en va de même pour une opération de rachat d'actions: l'entreprise doit prélever à la source l'impôt anticipé, le virer au fisc et payer à l'actionnaire "sortant" le montant net.

Lorsque l'opération de rachat prend la forme d'une offre ferme (très rare en Suisse), ou est assortie d'un put, elle se déroule sur un laps de temps restreint, de sorte que, vu l'information diffusée à cette occasion, l'assujettissement à l'impôt anticipé et sa perception ne posent aucun problème particulier. De même, les rachats opérés sur une seconde ligne de cotation, même s'ils se déroulent sur une durée plus longue (entre 9 et 12 mois), font l'objet d'une information extrêmement claire à ce sujet et selon laquelle l'actionnaire "sortant" n'encaissera qu'un montant net de l'impôt anticipé.

Etant donné que les entreprises suisses ont le droit d'acheter et de conserver jusqu'à 10 % de leurs actions (CO art 659), on pourrait aussi imaginer que ces actions détenues pour compte propre soient un jour détruites et que, de ce fait, l'impôt anticipé soit éludé. Pour régler ce problème, la loi dispose que :

- pendant un délai de 6 ans à compter de leur acquisition, ces actions peuvent être remises sur le marché, via une vente en bourse, sans incidence fiscale particulière par rapport au traitement usuel de ce type d'opération sur n'importe quel papier-valeur;
- si elles sont détruites pendant cette période (si le capital action est réduit en proportion), l'impôt anticipé est dû;

- si elles ne sont ni détruites ni remises sur le marché pendant cette période, alors l'impôt anticipé est dû au terme de cette période de 6 ans.

Dans ces deux dernières éventualités, l'entreprise doit fournir la preuve qu'elle a régulièrement perçu l'impôt anticipé à la source et qu'elle l'a viré en temps opportun à l'administration fiscale. A défaut, elle devra payer, à ses frais, un impôt anticipé basé sur le taux "brut pour net" ( $\tau^*$ ):

$$\tau^* = \frac{\tau}{1-\tau}$$

soit en Suisse  $\tau^* = 0.35/0.65 = 54.85\%$ . Ce taux est plus élevé car le fisc suppose que les entreprises sont de bonne foi et il considère ainsi que le montant versé par l'entreprise aux actionnaires pour les actions rachetées est net d'impôt d'anticipé. Supposons par exemple que l'entreprise ait versé un montant  $R$  pour le rachat de ses propres actions. Le fisc admet donc que l'entreprise a versé un montant net d'impôt et pour cette raison calcule le montant brut  $R^*$  qui correspond au montant  $R$ , soit  $R^* = R/(1-\tau)$ . C'est ce montant  $R^*$  qui est sujet à l'impôt anticipé qui sera donc de  $R^*\tau = R\tau/(1-\tau)$ . C'est pour cela que ce taux de 54.85% est appelé taux "brut pour net". Il est dès lors évident que toute entreprise rationnelle et bien gérée prendra les mesures adéquates pour éviter à tout prix de se faire taxer "brut pour net".

## 6.2 Imposition directe

Toujours pour simplifier, nous ne distinguerons pas le niveau fédéral et le niveau cantonal de la taxation et nous considérerons au contraire l'ensemble de cette fiscalité comme un tout homogène.

Participer à une opération de rachat équivaut, pour l'actionnaire "sortant", à participer à une liquidation partielle de l'entreprise. Le traitement fiscal d'une telle opération dépend du statut personnel de cet actionnaire "sortant". S'il est une personne physique privée, c'est-à-dire non-astreinte à tenir une comptabilité, l'impôt direct dû à cette occasion est égal à

$$ID = t(C^R - V_N)$$

où  $ID$  est l'impôt direct (en CHF) et  $t$  est le taux d'impôt direct (notons que le taux moyen d'imposition directe ( $t$ ) est largement inférieur au taux de l'impôt anticipé ( $\tau$ )) et l'impôt anticipé prélevé à la source est récupérable en totalité. On notera néanmoins que, vu l'assiette imposable définie par les autorités fiscales, un tel actionnaire privé n'a jamais intérêt à participer à une opération de rachat. En effet, il est très peu probable qu'un actionnaire ait pu acheter le titre à sa valeur nominale. Il se fait donc taxer sur une plus-value qu'il n'a pas réalisée (un gain *fantôme* comme l'appellent certains auteurs). Si l'actionnaire veut réellement vendre ses actions, il a toujours la solution de passer par l'intermédiaire de la bourse et d'éviter ainsi toute taxation : réalisée à titre privé, toute plus-value sur vente de titres est en effet totalement exonérée en droit suisse.

Si l'actionnaire "sortant" est une personne physique astreinte à tenir une comptabilité, ou si l'actionnaire "sortant" est une personne morale, l'impôt direct frappant une opération de rachat est égal à

$$ID = t(C^R - V_C)$$

où  $V_C$  est la valeur comptable de l'action (c'est-à-dire le prix d'acquisition) et l'impôt anticipé est récupérable en totalité. Comme dans le cas précédent, l'actionnaire désirant vendre ses titres a une autre solution que de participer au rachat: il peut passer un simple ordre de vente sur la bourse ordinaire. Dans ce cas, il va réaliser une plus-value que le droit suisse taxe au taux applicable au bénéfice. Autrement dit, cet actionnaire vendeur doit payer un impôt direct

$$ID = t(C - V_C)$$

où  $C$  est le cours de vente, le prix du marché. Si l'opération de rachat prend la forme d'une seconde ligne de cotation, alors le prix de rachat ( $C^R$ ) est par définition extrêmement voisin du cours du jour ( $C$ ), de telle sorte que l'actionnaire est fiscalement indifférent entre la participation à l'offre de rachat ou la vente directe à la bourse. Au contraire, si l'opération de rachat est assortie d'une prime ( $C^R > C$ ), cet actionnaire, s'il veut vendre ses titres, va se laisser tenter par l'offre de rachat car elle est, sur une base nette d'impôt, plus rémunératrice qu'une vente au cours du jour.

Si, enfin, l'actionnaire "sortant" est totalement exonéré (il s'agit principalement des caisses de pension ou de certaines sociétés holding), participer au rachat ou vendre directement à la bourse sont deux opérations fiscalement équivalentes, à la nuance près que s'il opte pour le rachat, l'actionnaire devra attendre un certain temps et devra accomplir certaines formalités pour récupérer l'impôt anticipé prélevé à la source.

Chung, Isakov et Pérignon (2007) analysent la problématique fiscale des opérations de rachat sur une deuxième ligne de cotation. Ils calculent explicitement la prime minimale (prime de réserve) qu'un investisseur doit recevoir sur la deuxième ligne pour couvrir le coût d'opportunité engendré par le prélèvement de l'impôts anticipé et le coût de l'impôt direct. Ils montrent que la prime de réserve dépend de différents facteurs comme le taux d'imposition de l'actionnaire, le taux d'intérêt actuel, le temps restant jusqu'à la fin de l'année (et jusqu'à la récupération de l'impôt anticipé), le rapport entre valeur nominale et valeur de marché actuelle. En substance, leur article montre qu'un investisseur privé n'a aucun intérêt à participer à un rachat d'actions visant la destruction du capital.

### **6.3 L'imposition du put**

Le statut fiscal du put est défini en parfaite analogie avec celui, traditionnellement bien plus connu en Suisse, du droit préférentiel de souscription. On peut le résumer comme suit:

- a) L'octroi du put gratuit est totalement exonéré. Notons en passant que cette disposition résulte d'une longue bataille juridique entre l'Administration fédérale des contributions (qui voulait taxer l'octroi du put) et la Société Générale de Surveillance, qui s'est terminée en 1997 par un arrêt du Tribunal fédéral.
- b) La vente du put est traitée comme une plus-value dont le montant est égal au prix de vente du put. Autrement dit, elle est totalement exonérée si le vendeur est une personne physique non-astreinte à tenir une comptabilité, elle est taxée au taux de l'impôt direct sur le revenu si le vendeur est une personne morale ou une personne physique astreinte à tenir une comptabilité.
- c) L'exercice du put, autrement dit la participation effective à l'offre de rachat, est imposée selon les critères que nous avons décrits aux points 6.1 et 6.2 ci-dessus.

#### **6.4 Fiscalité et réussite de l'opération de rachat.**

Bien qu'ils soient devenus courants en Suisse, les rachats d'actions gardent toujours une apparence un peu particulière, liée à l'existence d'une éventuelle prime de rachat ou à celle d'un put ou encore à la création d'une seconde ligne de cotation. A ceci, il se mêle encore une connaissance souvent très incomplète, et par là-même biaisée, de la fiscalité.

Toutefois, le monde de gérants de fortune semble adopter une attitude placide, pour ne pas dire indifférente, face aux offres de rachat. Très raisonnablement, il place en effet une telle opération dans le contexte de la gestion de patrimoine et il met en avant deux réalités cruciales que personne ne peut ignorer :

- a) Participer à une offre de rachat, c'est alléger une position, éloigner (ou rapprocher) le portefeuille de son benchmark, modifier un pari, qui sont autant de décisions que l'on ne prend pas à la légère et dans la précipitation.
- b) Si réellement le gérant veut prendre une telle décision de réaménagement de son portefeuille, il a toujours deux solutions : répondre favorablement à l'offre de rachat ou vendre directement sur la bourse au cours du jour. De ce point de vue, seuls des rachats assortis d'une prime – avec ou sans clause put – peuvent se révéler intéressants pour le gérant, à condition toutefois que son client ne soit pas une personne physique non-astreinte à tenir une comptabilité.

Au cas où la participation au rachat s'avère être la solution adéquate, il ne faut alors pas ignorer les problèmes de back-office qu'elle soulève (procédure administrative, délai de restitution de l'impôt anticipé, comptabilisation) qui peuvent aussi jouer un rôle dans la décision ultime. Cela explique par exemple que, lorsque le rachat est assorti d'un put, la plupart des gérants de portefeuille vendent les options plutôt que de les exercer. De même, cela les conduit à ignorer systématiquement la seconde ligne de cotation : pour vendre de toute façon au cours du jour ou presque, la solution la plus simple est évidemment de passer sur la première ligne.

Ces deux dernières remarques (la vente systématique des puts, le quasi-refus de traiter sur la seconde ligne de cotation) soulèvent une question toute pratique et très légitime: les rachats assortis de puts ou recourant à la seconde ligne étant fréquents et rencontrant le succès, qui achète les puts (pour les exercer) et qui se présente à la vente sur la seconde ligne de cotation? Dans les deux cas, nous pensons (mais sans avoir de preuves formelles à ce sujet) que c'est la banque d'investissement chargée du rachat qui intervient et qui assure la réussite de l'opération.

Commençons par traiter le cas de la seconde ligne de cotation. L'entreprise qui veut racheter ses actions de cette façon va nécessairement recourir au service d'un intermédiaire financier, tel un broker. En Suisse, c'est le plus souvent une banque qui tient ce rôle. En tant qu'unique mandataire de l'entreprise rachetante, cette banque achète des actions à la bourse sur la ligne ordinaire de cotation. Elle les revend immédiatement à l'entreprise sur la seconde ligne, prélevant au passage l'impôt anticipé et le virant à l'administration fiscale. Elle est taxée au taux de l'impôt direct sur la différence entre le prix d'achat sur la première ligne et le prix de revente à l'entreprise sur la deuxième ligne, qui est minime, voire nulle, et elle récupère

l'impôt anticipé dans des délais extrêmement brefs. Pour assumer cette fonction, et donc pour assurer le succès du rachat sur la seconde ligne de cotation, la banque est très certainement rémunérée par une commission dépendant du volume de la transaction totale.

Dans le cadre d'une offre de rachat assortie d'un put, c'est toujours la banque qui va acheter tous les puts présentés à la vente. Pour les exercer, elle achète simultanément le nombre d'actions nécessaire sur la première ligne, qu'elle revend immédiatement à l'entreprise au prix  $C^R$ . Là encore, la banque prélève l'impôt anticipé et le vire au fisc fédéral, puis le récupère très rapidement. En revanche, l'impôt direct qui la frappe peut se révéler non-négligeable si la prime de rachat est importante. Cet impact fiscal devrait se répercuter sur le cours boursier du put: la banque, jouant en quelque sorte le rôle d'un teneur de marché unique, s'assurera que le prix auquel elle achète les puts soit suffisamment bas pour neutraliser cet effet de l'impôt direct. A priori, on pourrait pronostiquer que le put devrait se négocier en dessous de sa valeur intrinsèque.

## 7. Rôle de la COPA

### 7.1 *Bref historique*

La Loi Fédérale sur les Bourses de Valeurs Mobilières (LBVM de 1995) reprend à son compte les dispositions standard des grands marchés organisés de par le monde. Dans sa section 5, elle traite des offres publiques d'achat – hostiles ou amicales – qu'une entreprise peut lancer sur une autre, et elle institue par la même occasion une *Commission des Offres Publiques d'Achat* (la COPA) chargée de veiller au respect de la loi dans ce domaine. Cette COPA rapporte à l'autorité fédérale de surveillance de marchés, la FINMA.

Avant une OPA, l'acquéreur potentiel est, aux termes de la loi, tenu d'émettre un prospectus public, exact et complet concernant les modalités de l'offre; ce prospectus doit être approuvé par l'organe de contrôle. Par ailleurs, l'offre doit garantir un traitement égal pour tous les détenteurs d'une même catégorie d'actions. A l'issue de l'OPA, la loi exige que l'offrant publie le résultat de l'opération et qu'il prolonge le délai de l'offre s'il reste encore une minorité d'actionnaires n'ayant pas répondu. La COPA édicte des dispositions précises à ces divers sujet et a pour mission d'en assurer le strict respect.

Au sens de la LBVM, tout rachat de ses propres actions par une entreprise correspond à une OPA, et il est donc ipso facto soumis aux dispositions y-relatives. Dès l'entrée en vigueur de la loi en 1997, tout rachat a donc dû passer devant la COPA, qui tranchait au cas par cas comme pour une OPA classique, mais pour exonérer l'opération des dispositions spécifiques aux OPA. La procédure était donc lourde et trop longue pour des opérations qui, comme l'expérience l'a rapidement montré, pouvaient être facilement standardisées. C'est pourquoi, dès septembre 2000, la COPA a décidé de simplifier les démarches d'exonération :

- en décrétant une exonération complète des dispositions de la LBVM pour tous les rachats portant sur moins de 2 % du capital social, et en supprimant au passage l'obligation d'annoncer ce type d'opération à la COPA;
- en permettant à l'entreprise rachetante de demander l'exonération à la COPA, moyennant un descriptif des conditions du rachat et une diffusion nationale du prospectus. Dans la mesure où les modalités de l'opération respectent les normes générales de la LBVM, l'entreprise obtient le feu vert dans les trois jours.

### 7.2 *Conditions nécessaires à l'exonération*

- a) D'une façon générale, et quelle que soit la méthode de rachat utilisée, la demande d'exonération est réputée acceptable d'office pour autant que:
  - i) L'opération porte sur 10 % au maximum du capital social.
  - ii) Le rachat n'entraîne pas la décotation d'une catégorie de titre.
  - iii) L'opération porte simultanément sur toutes les catégories de titres existantes.

iv) L'entreprise s'engage à divulguer, à l'échéance de l'offre, le nombre de titres présentés au rachat et ce pour chaque catégorie.

Par ailleurs, aucune offre de rachat ne peut être lancée:

- i) Moins de 10 jours de bourse avant la publication de résultat financiers ou bien
  - ii) Si l'entreprise retarde l'annonce d'un fait susceptible d'influencer le cours ou bien
  - iii) Si les derniers comptes consolidés publiés remontent à plus de 9 mois en arrière.
- b) Si l'entreprise opte pour une offre ferme ou un rachat muni d'options puts, elle ne peut prétendre à l'exonération que si :
- i) L'offre est inconditionnelle.
  - ii) Un rapport "raisonnable" (sic) existe entre les prix offerts pour les différentes catégories d'actions.
  - iii) Une attribution au pro rata est prévue si le nombre de titres présentés au rachat est supérieur à l'objectif visé (NB: en bonne logique, cette disposition ne peut pas s'appliquer à une offre de rachat munie de puts).
- c) Si l'entreprise choisit la solution de la seconde ligne de cotation, elle obtiendra l'exonération pour autant qu'elle s'engage à interrompre ses rachats au cas où elle retarderait l'annonce d'une information pouvant agir sur le cours boursier, et ce conformément aux règles de la bourse concernée. Par ailleurs, elle doit aussi faire en sorte que :
- i) Le volume quotidien traité sur la seconde ligne reste inférieur au volume quotidien moyen (calculé sur les 30 jours boursiers précédents) de la première ligne. Les opérations par blocs restent autorisées.
  - ii) Les prix offerts sur la seconde ligne de cotation n'excèdent pas de plus de 5 % ceux qui se pratiquent sur la première ligne.
  - iii) A l'ouverture et à la clôture du négoce sur la première ligne, la seconde reste fermée.

### ***7.3 Problème de la date d'annonce***

Les conditions fixées par la COPA pour obtenir une exonération accélérée apparaissent donc très faciles à remplir: dans la plupart des cas, les entreprises ont pris l'habitude de fixer des conditions à leurs opérations de rachats qui coïncident exactement avec ces exigences minimales. De la sorte, elles sont certaines d'obtenir dans les trois jours l'assentiment de la COPA.

Pour mener à bien des études empiriques, et notamment des études d'événements, la date d'annonce est une information aussi cruciale que difficile à obtenir. On pourrait imaginer que, dans le cas particuliers des rachats d'actions sur le marché suisse, le problème soit résolu d'une façon quasi-parfaite : il suffirait d'observer la date de l'acceptation de la COPA pour avoir cette fameuse date d'annonce.

Il faut malheureusement déchanter car bien des entreprises, certaines de l'acceptation de la COPA vu les conditions standard de leur offre, annoncent leur décision et ses modalités avant que la COPA ne donne son feu vert à l'opération. Dans ces conditions, le repérage de la date d'annonce ne peut pas se fonder sur la date d'exonération de la COPA et demeure malheureusement une question difficile, et dont la réponse exige de longues et minutieuses investigations.

## 8. Description des activités de rachat d'actions en Suisse

Les entreprises cotées en Suisse ont légalement la possibilité de racheter leurs propres actions depuis l'entrée en vigueur du nouveau droit de la SA en 1992. Comment les entreprises ont-elles utilisé cette possibilité? C'est la question à laquelle répond cette section. Elle débute par une analyse des méthodes de rachat et de l'évolution de leur utilisation au cours du temps. Elle se penche ensuite sur les caractéristiques des programmes de rachat en fonction de la méthode utilisée. La troisième partie propose une analyse des montants globaux restitués aux actionnaires par les entreprises suisses sur la période 1993-2008 ainsi que les différentes formes qu'ont prises ces distributions. La dernière partie recense les objectifs visés par les rachats tels qu'ils sont mentionnés dans les communiqués diffusés par les entreprises à ce sujet.

### 8.1. Les méthodes de rachat utilisées

Le Tableau V détaille, pour chaque année depuis 1993, le nombre de programmes de rachat annoncés en fonction de la méthode de rachat utilisée.

**Tableau V: Les différentes méthodes de rachat utilisées en Suisse de 1993-2008**

	Deuxième ligne	Open market	Offre ferme	Offre avec put	Total
1993	-	-	1	1	2
1994	-	-	1	-	1
1995	-	-	-	-	0
1996	-	-	-	-	0
1997	1	-	8	-	9
1998	5	-	2	-	7
1999	5	6	5	-	16
2000	2	-	3	3	8
2001	10	1	-	7	18
2002	9	5	4	1	19
2003	7	1	-	1	9
2004	10	2	-	4	16
2005	16	3	-	1	20
2006	21	3	-	2	26
2007	19	6	-	1	26
2008	26	6	-	3	35
<b>Total</b>	<b>131</b>	<b>33</b>	<b>24</b>	<b>24</b>	<b>212</b>

La première constatation qui ressort à la lecture de ce tableau est que les firmes helvétiques présentent un comportement analogue à celui des entreprises à l'étranger puisque la majorité des programmes (plus des 75%) sont effectués à partir de rachats sur le marché (open market ou deuxième ligne). On constate aussi que, depuis son introduction en 1997, la majorité des programmes de rachat sont effectués sur une deuxième ligne de cotation puisque ceux-ci allient la flexibilité d'un rachat sur le marché à l'efficacité fiscale (en permettant de prélever directement l'impôt anticipé). Les programmes effectués sur l'open market sont moins nombreux puisque ceux-ci présupposent que l'entreprise ne veut pas détruire ses actions. En matière d'offre de rachat avec une prime, on constate un phénomène intéressant puisque les

entreprises privilégient actuellement un rachat par distribution d'options put alors qu'auparavant elles avaient tendance à utiliser des offres fermes. Toutefois, depuis que le statut fiscal des rachats avec put a été clarifié en 1997, cette technique est préférée car elle garantit l'égalité de traitement, ce qui, comme nous l'avons expliqué à la section 2, n'est pas le cas de l'offre ferme.

## 8.2 Les caractéristiques des programmes de rachat

Le Tableau VI analyse de plus près les caractéristiques des différents programmes de rachat ainsi que des entreprises qui ont procédé aux rachats.

**Tableau VI: Caractéristiques des entreprises et des programmes de 1993 à 2008**

	<b>Deuxième ligne</b>	<b>Open market</b>	<b>Offre ferme</b>	<b>Offre avec put</b>
Nombre de programmes	131	33	24	24
Nombre d'entreprises	63	23	14	18
Fraction du capital visée par le rachat (%)	7.47%	4.76%	12.35%	7.15%
Taille du programme (en millions de CHF)	1'035	459	181	407
Prime (en %)	-	-	7.94%	36.28%
Proportion de programme avec réduction de capital	99.24%	6.06%	95.83%	100%
Durée du programme (en jours)	493	529	12	23
Taille de l'entreprise (en millions de CHF)	23'904	14'707	2'026	4'677
Proportion d'entreprises du SMI (en %)	39.69%	33.33%	29.17%	20.83%

Les différentes valeurs contenues dans ce tableau sont des moyennes simples pour les différents échantillons (à l'exception de nombre de programme et d'entreprises ainsi que des proportions de programmes et d'entreprises). La fraction du capital visée et la taille du programme sont les valeurs annoncées par l'entreprise avant le début de programme et ne correspondent pas toujours à des montants effectivement rachetés. La prime est mesurée comme la différence relative observée entre le cours offert par l'entreprise et la valeur de l'action cinq jours avant l'annonce du rachat. La taille de l'entreprise est mesurée par sa capitalisation boursière au 30 juin de l'année où a lieu le rachat.

Les deux premières lignes du Tableau VI indiquent la fréquence des techniques utilisées et le nombre d'entreprises ayant eu recours à un programme de rachat. On constate que les entreprises procèdent à des rachats d'actions répétés. En effet, une firme utilise plusieurs fois une technique de rachat. Ce phénomène est, sans surprise, d'autant plus marqué pour les rachats sur une deuxième ligne: une entreprise qui a procédé à un rachat avec cette technique procède en moyenne une deuxième fois à un tel rachat. Ce phénomène de rachat répété peut en partie être attribué à la limite de 10% du capital qui peut être racheté lors d'un programme.

De façon générale, on observe que les programmes de type rachat sur le marché (deuxième ligne et open market) sont utilisés majoritairement par des entreprises de plus grande taille. Ainsi 40% des programmes de rachat sur une deuxième ligne sont effectués par des entreprises membres du Swiss Market Index (SMI). En termes de fraction du capital racheté, on relèvera que les programmes d'open market sont généralement de plus faible ampleur que les deuxièmes lignes puisqu'en moyenne ils visent moins de 5% du capital alors que les programmes sur une deuxième ligne visent en moyenne 7.47% du capital. Les programmes de type rachat sur le marché sont étalés sur des périodes moyennes d'une année et demi ce qui permet à l'entreprise de bénéficier d'une certaine souplesse en terme de choix de la période pour mener à bien le rachat.

Les techniques de rachat à prix fixe sont privilégiées par les entreprises de plus petite taille, comme l'attestent les volumes rachetés et la part plus faible d'entreprises du SMI qui recourent à ces techniques. En matière de prime versée, on relèvera que les primes de rachat lors d'offre comprenant des options put sont en moyenne de plus de 35% par rapport au prix du marché alors qu'elles sont de moins de 8% pour les offres fermes. Cette prime très faible est due à la législation qui interdit les inégalités de traitement, mais montre que dans ces conditions il est difficile, voire impossible, de signaler quoi que ce soit au marché en termes de sous-évaluation. On notera également que les programmes de rachat à prix fixe sont réalisés très rapidement puisqu'ils durent généralement moins d'un mois.

Relevons enfin qu'en termes de programmes visant une réduction de capital, on constate que la quasi-totalité des programmes de rachat sur une deuxième ligne et d'offre à prix fixe ont comme objectif une destruction des actions et par conséquent une réduction du capital. En termes d'open market, on s'attend à ne pas avoir de programmes visant la réduction du capital ; on constate toutefois que quelques programmes ont eu comme but la réduction, ce qui a dû coûter cher à ces entreprises (imposition au taux brut pour net).

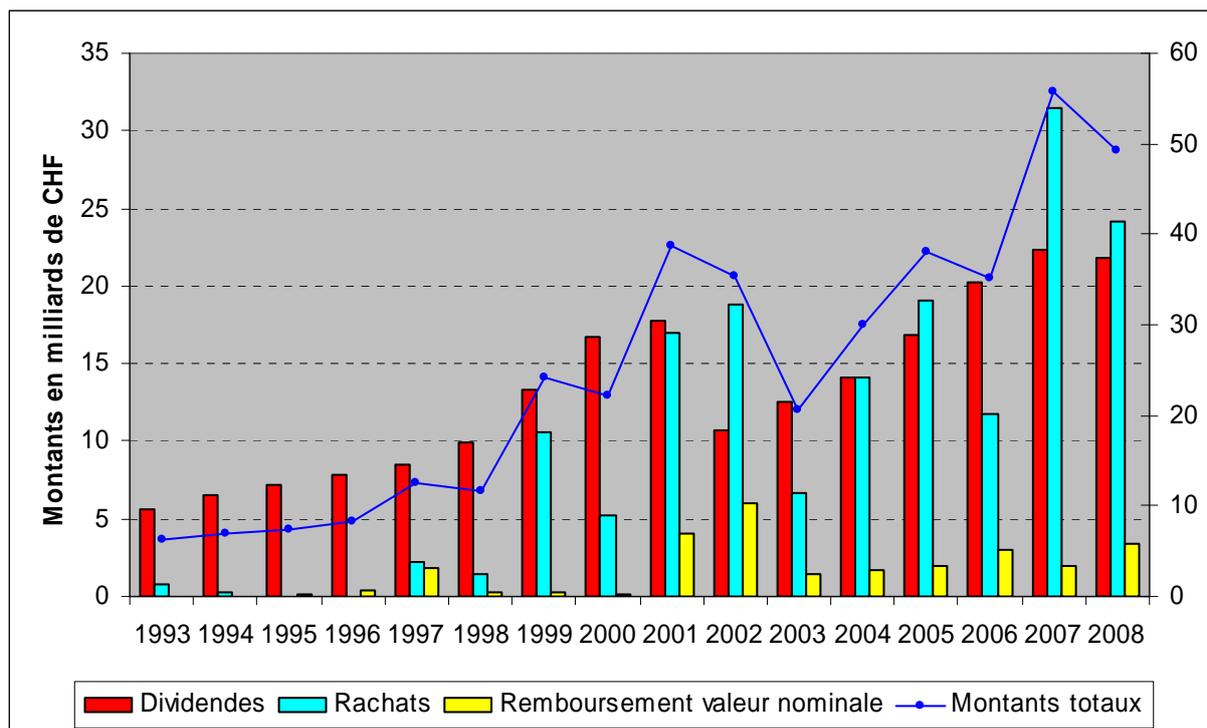
### ***8.3. Les montants globaux restitués par les entreprises suisses***

Les travaux effectués aux Etats-Unis tendent à montrer que les rachats se substituent aux dividendes. Qu'en est-il en Suisse? Avant de répondre à cette question, il faut encore présenter une particularité helvétique en matière de distribution aux actionnaires, à savoir la possibilité de rembourser une partie de la valeur nominale de l'action. En effet, comme la législation suisse connaît encore la notion de valeur nominale, il est toujours possible à l'entreprise d'en rembourser une partie, grande ou petite, pour autant que la valeur nominale résiduelle reste au moins égale à CHF 0,01! Du point de vue financier, un remboursement du nominal correspond à un rachat d'un type un peu particulier: à l'instar du paiement du dividende, il assure un traitement absolument proportionnel entre tous les actionnaires, mais, à l'inverse, il est totalement exonéré. Il faut néanmoins relever que le remboursement du nominal ne peut jamais être une opération financière de grande envergure : pour les entreprises en bonne santé, le rapport entre le pair et le cours boursier de l'action oscille entre 0,1% et 0,9 %. De tout cela, il découle qu'un remboursement du nominal ne peut revêtir qu'une importance purement anecdotique. Il est toutefois important d'en tenir compte lorsqu'on cherche à analyser les montants distribués aux actionnaires. La Figure I présente les montants globaux restitués en milliards de CHF depuis 1993 pour les dividendes et la réduction de valeur nominale. Concernant les rachats, les montants indiqués représentent les montants de rachat annoncés par les entreprises. Ils ne correspondent donc pas toujours à des montants effectivement versés aux actionnaires par les entreprises, mais ils représentent néanmoins une

approximation fiable de la réalité. La Figure I montre également l'évolution des montants totaux restitués.

On constate que les montants distribués sous forme de rachat représentent des montants substantiels et qu'ils ont dépassé à quatre reprises les montants globaux distribués sous forme de dividendes. Ceci est en partie dû à la structure particulière du marché suisse qui a en son sein quelques très grandes entreprises.

**Figure I: Montants globaux restitués par les entreprises suisses à leurs actionnaires.**



Source: Calculs des auteurs pour les rachats et de Vontobel (2009 et différents rapports précédents) pour les chiffres concernant les dividendes et les remboursements de valeur nominale. L'échelle de gauche se rapporte aux montants restitués par type de versement (dividende, rachat ou remboursement de valeur nominale) alors que celle de droite se rapporte aux montants totaux restitués chaque année par les entreprises suisses.

Il faut néanmoins souligner la tendance croissante des entreprises à restituer des fonds sous forme de rachats alors que les dividendes restent stables aux alentours des 20 milliards de CHF. Le remboursement de valeur nominale ne représente, comme on s'y attendait, qu'un montant peu important.

#### 8.4 Buts des rachats

Les sociétés qui rachètent leurs actions ne sont pas tenues légalement de spécifier les objectifs poursuivis par un programme rachat d'actions. Toutefois, certaines sociétés indiquent les objectifs poursuivis dans le prospectus annonçant le rachat d'actions. Le Tableau VII présente les différents objectifs mentionnés dans ces prospectus et la fréquence à laquelle ils apparaissent parmi les 212 programmes réalisés de 1993 à 2008.

La lecture de ce tableau montre que près d'une firme sur trois ne spécifie pas le but du rachat. En analysant les différents buts mentionnés, on relève tout d'abord que les rachats sont le fait

d'entreprises riches puisque pour un tiers d'entre elles le but du rachat est de distribuer un excès de liquidités à leurs actionnaires.

**Tableau VII: Buts des rachats mentionnés dans les prospectus**

<b>But du rachat</b>	<b>Fréquence des buts</b>
Distribution de liquidités excédentaires	33.96%
Acquisitions futures	14.62%
Plans de participations des employés	13.21%
Améliorer les ratios financiers	12.74%
Optimiser la structure du capital	9.91%
Signaler une sous-évaluation au marché	6.60%
Revente ultérieure des actions	6.50%
Conversion d'un emprunt	5.66%
Augmenter l'attrait de ses actions	1.89%
Augmenter la valeur actionnariale	0.47%
Aucun but mentionné	32.08%

La fréquence des buts indique la proportion de communiqués (ou prospectus) contenant ce but sur les 212 programmes de rachats effectués sur la période 1993-2008. Un programme peut viser de multiples objectifs, raison pour laquelle la somme des pourcentages est supérieure à 100%.

Parmi les autres objectifs mentionnés, relevons que l'amélioration des ratios financiers apparaît explicitement dans plus de 10% des cas, ce qui montre que l'analyse proposée de la section 3 n'est pas superflue. On notera également que dans 13% des cas, les entreprises estiment que leur titre est actuellement sous-évalué par le marché et qu'un rachat permet soit de le signaler au marché (6.60% des cas) voire d'en profiter en rachetant à un prix bas et en revendant ultérieurement les actions à un prix plus élevé (6.50% des cas).

## Références bibliographiques

Amaudruz D. (2002) *Les Rachats d'Actions en Suisse*, Mémoire de DEA en économie et finance, Université de Genève, Section HEC.

Chung D., D. Isakov, C. Pérignon (2007) "Repurchasing shares on a second trading line", *Review of Finance*, Vol. 11, No 2, pp 253-285.

Copeland T., J.F. Weston, K. Shastri (2005) *Financial Theory and Corporate Policy*. Pearson-Addison & Wesley.

Grullon G., D. Ikenberry, (2000) "What do we know about stock repurchases?" *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 13, N° 1, pp. 31-51.

Grullon G., R. Michaely, (2002) "Dividends, share repurchases and the substitution hypothesis" *Journal of Finance*, Vol. 57, N° 4, pp. 1649-1684.

Hribar P., N. T. Jenkins, W. B. Johnson, (2006) "Stock repurchases as an earnings management device" *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 41, pp. 3-27.

Ingersoll J. (1987) *Theory of Financial Decision Making*, Rowman & Littlefield.

Kale J., T. Noe, G. Gay (1989) "Share repurchase through transferable put rights", *Journal of Financial Economics*, Vol. 25, pp 141-160.

Masulis R. (1980) "Stock repurchase by tender offer: An analysis of the causes of common stock price changes", *Journal of Finance*, Vol. 35. pp. 305-321.

de Matos J.A. (2001) *Theoretical Foundations of Corporate Finance*. Princeton University Press.

Modigliani F., M. Miller (1958), "The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment", *American Economic Review*, Vol. 48, N° 3, pp. 655-669.

Montavon P.(1997) *Droit Suisse de la SA*. Editions Juridiques AMC 1997, 3 volumes.

Miller M., F. Modigliani, (1961) "Dividend policy, growth, and the valuation of shares" *Journal of Business*, Vol. 34, N° 4, pp. 411-433.

Ogden J.P., F. Jen, P. O'Connor (2003) *Advanced Corporate Finance*, Prentice Hall.

Peyer U., T. Vermaelen (2005) "The many facets of privately negotiated repurchases", *Journal of Financial Economics*, Vol. 75, pp. 361-395.

Stillit D., S. Cooper, D. Juliens, (2004) *Share Buybacks: Returning the Cash*, UBS Investment Research. London, September 2004.

Spaeth C. (2000) *Les Rachats d'Actions: Etude du Marché Suisse*, Mémoire de DEA en économie et finance, Université de Genève, Section HEC.

Thévenoz L., C. Bovet (eds) (2000) *Journées 1999 de Droit Bancaire et Financier*. Staempfli, Berne.

Vermaelen T. (1981) "Common stock repurchases and market signaling", *Journal of Financial Economics*, Vol. 9, pp. 139-183.

Vermaelen T. (2005) *Share Repurchases*, Now Publishers, Boston, Delft.

Vontobel (2009), *Capital Market Transactions 08/09*, Vontobel Equity Research Switzerland, January 2009.

Wild J., L. Bernstein, K. Subramanyam (2001) *Financial Statement Analysis*, McGraw-Hill – Irwin, 7e ed.

## Auteurs

Dušan ISAKOV

Faculté des Sciences économiques et sociales, Université de Fribourg, 90 Boulevard de Pérolles, 1700-Fribourg, Suisse, email: [dusan.isakov\[at\]unifr.ch](mailto:dusan.isakov[at]unifr.ch)

Pierre-André DUMONT

Université de Genève, section HEC, 40 Boulevard du Pont-d'Arve, 1211 Genève 4, Suisse, email: [pierre-andre.dumont\[at\]unige.ch](mailto:pierre-andre.dumont[at]unige.ch)

## Résumé

Les rachats d'actions sont autorisés depuis plus de quinze ans en Suisse. Cet article propose une analyse des rachats dans le contexte institutionnel, fiscal et juridique helvétique. Après avoir décrit les principales techniques de rachat à disposition des entreprises et les objectifs visés par une telle opération, ce travail analyse l'effet des rachats sur les ratios financiers et la valeur de l'entreprise dans un cadre théorique classique. Il montre notamment que, contrairement à ce que pensent certains professionnels, un rachat n'augmente pas mécaniquement les ratios financiers mais a plutôt tendance à les faire baisser. Un rachat a généralement aussi un impact négatif sur la valeur de l'entreprise. La dernière partie de cet article se penche sur les pratiques des entreprises suisses en matière de rachats, montrant à cette occasion que le contexte institutionnel et fiscal joue un rôle prépondérant.

## Mot-clés

rachats d'actions, dividendes, ratio, fiscalité, valeur de l'entreprise

## Classification JEL

G32, G35, G38

## Proposition de citation

Isakov Dušan, Dumont Pierre-André 2009. «Les rachats d'actions en Suisse. Objectifs, conséquences et pratiques». Working Papers SES 408, Faculté des Sciences économiques et sociales, Université de Fribourg (Suisse)

## Working Papers SES

Last published :

404 Friboulet J.-J.: Crise financière et inflation: l'actualité de la pensée keynésienne; 2008

405 Rossi S.: Nine years of inflation-forecast publishing in Switzerland: the Swiss National Bank as a flexible inflation targeter; 2008

406 Wolff R., Karagök Y.: Consistent Allocation of Cabinet Seats: The Swiss Magic Formula; 2008

407 Wolff R.: Remarks on a Surplus-Sharing Rule from the Mishneh Torah; 2008

## Catalogue and download links:

<http://www.unifr.ch/ses/wp>

[http://doc.rero.ch/collection/UNIFR\\_WORKING\\_PAPERS\\_SES](http://doc.rero.ch/collection/UNIFR_WORKING_PAPERS_SES)