

## *La lettre mensuelle*

MAI 2010

### **Le rachat d'actions : les actionnaires en profitent-ils vraiment ?**

Ces dernières années, les sociétés cotées ont généré des excès importants de liquidités dans le cadre de leurs activités et en ont profité pour mettre en place des programmes de rachat de leurs propres actions. Elles ont été convaincues par la théorie financière du moment sur les marchés qu'elles faisaient ainsi le meilleur usage de leur trésorerie. L'argument avancé est que le rachat de ses propres titres en bourse par une société est une mesure favorable à l'actionnaire, ce dernier profitant d'un bénéfice par action plus important, ce qui à terme devrait augmenter la valeur du titre. Cette théorie en vogue depuis de nombreuses années dans le monde de la finance rencontre peu de critiques.

La question que l'on doit se poser est de savoir si la société fait le meilleur usage de son excès de liquidités pour elle-même et pour l'actionnaire. Une société qui dégage un excès de trésorerie par rapport à ses besoins courants, d'investissement et de développement est une société qui par définition se porte très bien. La décision de retourner d'une manière ou d'une autre ce surplus de liquidités à l'actionnaire est une décision stratégique que prend le Conseil d'administration de la société et n'est pas en soi critiquable. Il est essentiel de déterminer quelle est la meilleure décision que la direction doit prendre dans le cadre de l'allocation optimale des ressources financières à sa disposition. La société a en définitive deux possibilités si elle entend favoriser l'actionnaire en redistribuant de la trésorerie superflue : le rachat de ses propres titres sur le marché boursier ou la distribution d'un dividende que l'on peut qualifier d'exceptionnel. Nous l'avons évoqué en préambule, le rachat de ses propres titres sur le marché est perçu comme étant favorable à l'actionnaire car si le flottant de titres diminue, le bénéfice par action cotée s'en verra augmenté et à terme, selon la théorie, la bourse devrait revaloriser le cours du titre. Nous émettons une première critique à cette théorie : le marché va-t-il revaloriser en termes de multiple d'évaluation l'action d'une société qui a lancé un programme de rachat de ses propres titres ? Le principal outil de valorisation d'une action en bourse est le ratio cours/bénéfices. Ce ratio accordé par la communauté des investisseurs, c'est à dire le marché est très fluctuant au fil du temps et intègre une multitude de paramètres qui ne sont pas toujours liés à l'évolution fondamentale de la société, mais dépendent de l'environnement financier comme l'inflation, les taux d'intérêt et l'aversion au risque de la part des investisseurs à l'instant t. On observe au cours d'un cycle boursier que des sociétés peuvent aussi bien être valorisées à dix fois leurs bénéfices qu'à vingt fois. En décidant de racheter ses propres titres, la société prend une décision d'investissement et se substitue à l'investisseur. Est-ce le rôle d'une société d'adopter une vue sur son propre titre en bourse ? Pour nous, la question est clairement non.

### A chacun son rôle

Les rôles doivent être clairement séparés, celui de la direction consiste à gérer l'entreprise sur le plan de la stratégie et de la conduite des affaires mais, elle n'a pas à prendre une position sur le marché en se substituant à l'acte de décision de ses propres actionnaires. Le 23 juillet 2008, la société britannique Vodafone, après avoir annoncé des résultats jugés décevants au vu de la chute de 14% du cours qui s'en est suivi, a annoncé un programme de rachat d'actions pour la contre-valeur d'un milliard de livres sterling « estimant que ses titres étaient significativement sous-évalués » (sic.). Dans le même ordre d'idée, lorsque la société commence à racheter ses propres titres, est-elle sûre de les racheter au meilleur moment et au meilleur prix ? Si ce n'est pas le cas, il y a de fortes chances que l'opération détruise de la valeur pour l'actionnaire au lieu d'en créer. L'histoire récente montre qu'une entreprise annonce généralement un rachat de titres dans une période économique faste avec le risque inhérent que le programme soit lancé au sommet du cycle boursier. L'exemple symptomatique le plus récent est celui de l'UBS qui, ces dernières années, a effectué plusieurs programmes de rachat d'actions suite à un excès de fonds propres par rapport à ses ratios de bilan. On peut imaginer que des titres ont été rachetés à cinquante, soixante, septante francs suisses alors qu'aujourd'hui le titre traite à moins de vingt francs suisses. Où est la valeur créée par cette opération pour l'actionnaire si ce n'est que la banque a augmenté le levier au sommet du cycle économique. Il y a eu en l'occurrence une destruction massive de valeur et la dilapidation des fonds gagnés dans les bonnes années. L'ironie du sort veut que les titres rachetés au prix fort par la banque ont été rendus à l'actionnaire sous la forme d'une distribution de dividendes en actions au printemps 2008 ! Il ne s'agit pas en l'occurrence de fustiger la direction de l'UBS, mais l'exemple montre clairement que même pour un établissement financier spécialisé sur les marchés financiers, avoir une vue sur son propre titre est très difficile.

Il y a aussi le risque qu'une société en panne de stratégies de développement ou opérant sur un marché mature utilise le prétexte d'un programme de rachat de titres pour tenter de soutenir le cours de bourse. Ces décisions peuvent se révéler très dangereuses car le marché boursier ne sera pas dupé longtemps et, immanquablement, le cours de bourse finira par refléter la vraie valeur de la société, c'est à dire la capacité de cette dernière à générer de la croissance des résultats par le développement de l'entreprise et non pas grâce à un subterfuge de mécanique comptable. C'est certainement le cas de figure où une société détruirait le plus de valeur pour l'actionnaire.

Nous citerons enfin la tentation que pourrait avoir un Conseil d'administration de lancer un programme de rachat d'actions dans l'idée de soutenir les cours boursiers afin de maximiser les profits à court terme sur des options ou des titres détenus personnellement par les administrateurs et les directeurs de l'entreprise. Ce conflit d'intérêt n'a, à notre connaissance, rarement été évoqué lorsque l'on parle de réformes des règles de bonne gouvernance d'entreprise.

## Notre proposition

Que faire ? Pour nous la réponse est claire, si une société veut favoriser ses actionnaires en leur retournant un excès de capital, elle doit le faire en espèces sonnantes et trébuchantes à travers le versement d'un dividende exceptionnel. La société n'a pas à se préoccuper du traitement fiscal pour ses actionnaires du versement d'un dividende, il est de la responsabilité de l'actionnaire privé ou institutionnel de planifier au mieux sa situation fiscale. Nous citerons l'exemple de Microsoft qui a distribué il y a quelques années un dividende de 3 dollars par action résultant du trésor de guerre accumulé par la société au fil du temps. C'était certainement, au vu de l'évolution contrastée du titre depuis, la meilleure décision que les dirigeants de la société pouvaient prendre. Un autre argument en faveur de la distribution de dividendes en lieu et place d'un programme de rachat d'actions est celui de l'allocation optimale des ressources financières. En résumé, on peut dire que le rôle d'une société est d'allouer d'une manière optimale ses ressources financières dans le cadre du développement de ses activités et de rendre l'argent excédentaire à l'actionnaire qui va à son tour allouer de manière optimale en fonction de ses besoins et de ses objectifs les fonds qu'il gère. On peut imaginer qu'un fonds de pension qui reçoit un dividende exceptionnel d'une société va pouvoir améliorer les rentes de ses pensionnés ou investir cet argent dans un autre investissement prometteur. L'investisseur privé profitera de cette ressource financière pour éventuellement acheter un bien de consommation. Dans les deux cas, des investisseurs dont le profil est totalement différent auront alloué de manière optimale leurs ressources financières. Ce n'est pas à la société dont ils sont actionnaires de décider ce qu'elle croit être le meilleur pour eux.

Nous constatons, suite à la crise financière de ces deux dernières années qui a dévasté les cours des sociétés cotées en bourse, une prise de conscience salutaire de la part des dirigeants d'entreprises. Nombre de sociétés multinationales ont réussi en 2009 à dégager des résultats opérationnels très satisfaisants, les besoins en investissement étant moins importants que les années précédentes, ces dernières se retrouvent avec des excédents de liquidités importants à l'actif de leur bilan. Nous observons avec plaisir que des sociétés comme SGS ou Zurich Financial Services ont renoncé à lancer des plans de rachat d'actions et ont annoncé, au contraire, à leurs actionnaires des augmentations substantiels de dividendes et des versements exceptionnels. Dans un contexte où l'investisseur privé ou institutionnel est en mal de rendement, ces annonces ont été les bienvenues et ont été saluées par des hausses substantiels des cours de bourse, l'investisseur final étant en définitive gagnant sur tous les tableaux. Nous regrettons que Nestlé n'ait pas emboîté le pas à ce mouvement. Le groupe alimentaire veveysan a engrangé 39 milliards de francs suisses résultant de la vente de la société Alcon et a décidé de racheter pour 15 milliards de francs suisses de ses propres titres entre 2009 et 2010. Nestlé aurait pu annoncer un dividende exceptionnel de CHF 4.00 venant s'ajouter au versement ordinaire de CHF 1,60. Ces distributions auraient correspondu à un rendement sur le cours du titre de l'ordre de 11% et auraient été les bienvenues pour financer les rentes de nombre d'assurés en Suisse qui possèdent à travers leur fonds de pension des titres Nestlé en portefeuille.

En conclusion, une société qui retourne régulièrement l'excès de trésorerie à ses actionnaires a davantage de chances de voir son titre se revaloriser au fil du temps car dans la valorisation du titre, le marché va prendre en compte le rendement sur le dividende qui dans une conjoncture boursière chahutée offrira un plancher au cours de l'action et permettra une comparaison flatteuse avec des titres à rendements fixes. De même, une société qui reverse régulièrement à ses actionnaires un excès de capital aura plus de facilité à lever des fonds auprès de ces derniers dans une période difficile alors que des titres rachetés au prix fort sur le marché représentent, dans nombre de cas, un gaspillage d'argent dont personne ne profite.

*Ce document est disponible à titre d'information uniquement et ne constitue ni ne contient aucune incitation ou recommandation d'achat ou de vente de quelque valeur mobilière ou instrument financier que ce soit; il ne constitue pas non plus un conseil en placement. Il a été élaboré sans tenir compte des objectifs, de la situation financière, ni des besoins du lecteur. Les informations et les analyses contenues dans ce document proviennent de sources que EMC Gestion de Fortune SA estime dignes de foi ; toutefois, aucune garantie n'est donnée quant à leur exactitude ou à leur exhaustivité. EMC Gestion de Fortune SA ne peut donc être tenu pour responsable des pertes qui pourraient résulter de leur utilisation. Les opinions exprimées peuvent avoir changé. Les performances historiques ne sont nullement représentatives des performances futures. Il n'y a aucune garantie que les prévisions se réalisent. Investir implique une prise de risques.*