

De la logique et du bon sens dans les rachats d'actions ?

[Publié le 5 mars 2024 dans L'Echo](#)

Les rachats d'actions sont sous les feux de l'actualité en ce début d'année. Le Président Biden souhaite quadrupler le taux de taxation sur les rachats d'actions en l'augmentant de 1 % à 4 %. L'argumentation est simple : les entreprises devraient augmenter leurs investissements ou les salaires de leurs employés au lieu de racheter leurs actions, en recourant parfois même à la dette, au seul bénéfice des actionnaires qui, contrairement aux salariés, ont bénéficié d'une décennie 2010 particulièrement profitable. Cette argumentation est-elle logique ou repose-t-elle sur du bon sens ?

Que ce soit dans les entreprises privées aux Etats-Unis ou en Europe, rien n'indique que les rachats d'actions ont eu lieu au détriment des investissements et des dépenses dans la recherche et le développement. Les dépenses de R&D ont dépassé 2% du PIB nominal aux Etats-Unis et 1,5% en Europe.

A supposer que l'investissement diminuât, encore eût-il fallu démontrer que les entreprises manquaient d'investir dans des projets dont la valeur actualisée nette eût été positive. Lorsque les entreprises ne parviennent pas à identifier des projets dont la rentabilité est supérieure à leur coût moyen pondéré du capital, elles ne doivent rien investir car la recherche effrénée de croissance n'est jamais soutenable et se termine toujours par un désastre. Les rachats d'actions et les dividendes constituent alors des alternatives adéquates. Elles permettent d'offrir des liquidités à leurs actionnaires qui peuvent les réinvestir dans d'autres entreprises ou projets dont le potentiel de création de valeur est plus grand.

L'argument lié à l'enrichissement des actionnaires est erroné également. Les rachats ne rendent pas mécaniquement les actionnaires plus riches. Si l'actif d'une entreprise se compose de 100 euros en cash et d'une usine de 100 euros et que cette entreprise a émis deux actions, chacune valant 100 euros, les actionnaires ne gagneront rien si l'entreprise utilise les 100 euros en cash pour racheter une de ses deux actions. Les actionnaires ont juste reçu 100 euros en espèce et n'ont plus qu'une action d'une valeur de 100 euros. Leur richesse reste la même.

Ce sont les anticipations des investisseurs qui font la différence. Si le rachat des actions est considéré comme un signal positif car le cash disponible n'a pas été utilisé pour financer l'acquisition surévaluée d'un concurrent en très grandes difficultés, ils feront monter le cours de bourse en achetant d'autres actions ou en refusant de les vendre, considérant qu'un gaspillage de ressources a été évité. Si le rachat des actions est considéré comme un signal négatif car il révèle l'incapacité structurelle pour l'entreprise d'identifier de plus prometteuses opportunités de développement, ils vendront leurs actions et investiront dans d'autres entreprises. Des investisseurs plus naïfs peuvent enfin considérer que l'augmentation du bénéfice par action de cette entreprise est un signe prometteur, sans réaliser que la hausse vient de la baisse du dénominateur. Dans ces trois cas de figure, les anticipations des investisseurs peuvent conduire à des gains ou à des pertes. Il n'y a aucune garantie d'enrichissement. A y réfléchir quelque peu, qui d'autre que l'investisseur serait le mieux placé pour analyser les perspectives de développement de cette entreprise ? Un peu d'humilité ne ferait pas de tort à tous les « y a qu'à, faut qu'on » qui fleurissent sur les réseaux sociaux.

Concernant les salaires, il est tout à fait exact que les salaires réels aux Etats-Unis n'ont pas progressé au même rythme que la productivité. En 25 ans, la productivité a augmenté 3 fois plus que les salaires réels, soit 60% contre 20% environ. Ce n'est pas le cas en Europe : l'évolution est similaire et proche de 10%. Remarquons au passage que les travailleurs américains se sont davantage enrichis que leurs homologues européens, sans même prendre en considération leur retour sur investissement dans les fonds de pension qui fonctionnent par capitalisation. Qui peut néanmoins croire qu'une augmentation des salaires aux Etats-Unis serait favorisée par un alourdissement de la taxation sur les rachats d'actions ? Si les salaires aux Etats-Unis n'augmentent pas suffisamment, il faut s'attaquer à « la racine du mal », pour employer un vocabulaire moralisateur convenu, soit le manque de dialogue entre partenaires sociaux et les situations oligopolistiques plus fréquentes aux Etats-Unis. Thomas Philippon (Stern Business School, NYU) le démontre très bien dans son livre « The Great Reversal: How America Gave Up on Free Markets ».

Enfin, il y a le rachat d'actions par la dette. Dans les entreprises européennes, il n'y a aucun lien tangible entre rachat d'actions et augmentation de la dette. C'est beaucoup moins évident aux Etats-Unis mais, encore une fois, la « racine du mal » ne se trouve pas là où l'on croit. Il conviendrait de tourner son regard vers les Banques centrales qui ont mené une politique monétaire ultra accommodante depuis plus de 15 ans. La cigale a chanté et dansé bien au chaud, en expulsant la fourmi de son abri. Lorsque les taux d'intérêts *réels* sont proches de zéro, voire négatifs, quelle entreprise ne serait pas tentée d'y recourir davantage, sachant en outre que les intérêts de la dette sont encore déductibles de la base imposable ? Ceux qui sont scandalisés par le recours à la dette ont été les premiers à hurler contre la déduction pour fonds propres, qui mettait un terme à cette asymétrie de traitement.

Si seulement la logique et le bon sens économiques pouvaient être également répartis ! Fondateur d'Alstom, Auguste Detœuf, polytechnicien, ingénieur des ponts et chaussées, et essayiste, avait le sens de la formule. "Logique et bon sens : un chef. Bon sens sans logique : un employé. Logique sans bon sens : une catastrophe." La formule est archaïque et caricaturale mais elle interpelle : si la logique sans le bon sens mène à la catastrophe, que doit-on alors penser des décisions de politique économique qui sont prises sans logique ni bon sens ?

Mikael PETITJEAN, Professeur (IESEG et Louvain School of Management – UCLouvain) et Chief Economist (Waterloo Asset Management).