Document édité en janvier 1998

COB

SOMMAIRE

INTRODUCTION ..... p. 4

I. LE RACHAT DE LEURS PROPRES ACTIONS PAR LES SOCIÉTÉS SE HEURTE EN FRANCE À DES OBSTACLES D'ORDRE JURIDIQUE ET FISCAL ..... p. 9

A. Le rachat d'actions : un phénomène de grande ampleur à l'étranger ..... p. 9

1. Les rachats d'actions connaissent une spectaculaire faveur notamment outre-Atlantique..... **p. 9**

2. Ces opérations obéissent à une logique économique à la fois conjoncturelle et structurelle ..... **p. 11**

a) Un contexte économique particulier..... **p. 11**
b) Des avantages pour l'entreprise et les actionnaires..... **p. 11**

B. Les freins juridiques et fiscaux ..... p. 13

1. Le cadre juridique actuel : un principe d'interdiction..... **p. 13**

a) Des procédure inadaptées à l'optique de gestion financière du capital..... **p. 14**
b) Des législations étrangères plus souples (annexe 2)..... **p. 16**
c) Une directive européenne qui permettrait une plus grande liberté ..... **p. 18**

2. Un régime fiscal pénalisant ..... **p. 20**

C. L'inadaptation de la législation favorise des pratiques de contournement..... p. 22

1. Un certain nombre de montages permettent de contourner l'interdiction pour une société d'accorder des prêts en vue de l'achat de ses propres actions par un tiers..... **p. 22**

2. L'interdiction du rachat de ses propres actions peut être contournée par des opérations au sein d'un groupe, par le biais de filiales ou sous-filiales..... **p. 22**

3. Le rachat d'actions par l'attribution de bons de rachat ..... **p. 23**

COB

II. LES VOIES D'UN AMÉNAGEMENT DE LA LÉGISLATION..... p. 26

A. Libéraliser le rachat d'actions ..... p. 26

1. Un principe d'autorisation : liberté jusqu'à 10 % du capital, souplesse au-delà..... **p. 26**

2. Simplifier l'OPRA ..... **p. 29**

a) L'information des commissaires aux comptes..... **p. 29**
b) La diminution du délai d'offre..... **p. 29**
c) La consultation des créanciers ..... **p. 29**

3. Supprimer l'interdiction concernant les obligations convertibles et les bons de souscription..... **p. 31**

a) L'interdiction actuelle..... **p. 31**
b) La protection des intérêts des actionnaires potentiels ..... **p. 32**

4. Lever l'obstacle fiscal ..... **p. 34**

5. Le sort des titres rachetés ..... **p. 36**

a) L'annulation des titres..... **p. 36**
b) Les titres rachetés dans le cadre de l'épargne salariale ..... **p. 36**
c) La réutilisation des titres rachetés..... **p. 36**

B. Un dispositif qui doit être encadré et moralisé..... p. 38

1. Encadrer la procédure de rachat sur le marché ..... **p. 38**

a) Le volume quotidien d'intervention..... **p. 38**
b) Le prix des transactions..... **p. 38**
c) Les moments d'intervention ..... **p. 38**

2. Assurer la transparence des opérations..... **p. 39**

3. Interdire les pratiques de contournement ..... **p. 40**

a) Interdire le recours à un tiers..... **p. 40**
b) Autoriser sous certaines conditions le recours aux bons de rachat..... **p. 41**

CONCLUSION ..... **p. 45**

RÉSUMÉ DES PROPOSITIONS ..... **p. 46**

ANNEXES

Annexe 1 Liste des personnalités rencontrées ..... **p. 47**

Annexe 2 Loi de 1966 (extraits) ..... **p. 50**

Annexe 3 Directive européenne de 1976 (extraits)..... **p. 53**

Annexe 4 Régime juridique et fiscal des rachats d'actions : comparaisons internationales ..... **p. 63**

Annexe 5 Régime fiscal comparé des rachats d'actions et des distributions de dividendes..... **p. 68**

COB

INTRODUCTION

Le rachat par une société de ses propres actions est une pratique observée de longue date aux États-Unis et en Grande-Bretagne. Le souhait de privilégier l'actionnaire et une grande souplesse d'intervention sur les marchés ont, dans ces pays, fortement favorisé cette technique. Mais depuis quelques années ce phénomène a subi une sensible accélération. Toute entreprise qui « se respecte et respecte ses actionnaires » finance désormais des programmes de rachat d'actions. L'idée est « de créer de la valeur ». Dans la droite ligne du développement des thèmes du « gouvernement d'entreprise », le phénomène gagne en France où les entreprises sont de plus en plus nombreuses à manifester leur souhait de racheter leurs propres actions.

L'achat et la détention par une société de ses propres actions ont été longtemps prohibés en France au motif qu'il était contestable qu'une société soit son propre actionnaire. Mais des exceptions ont atténué cette vision négative des choses. Ainsi, une société peut racheter ses propres actions dans le but d'effectuer une réduction de capital non motivée par des pertes (articles 215 et 216 de la loi du 24 juillet 1966). Ensuite, les sociétés qui font participer leurs salariés à leurs résultats par attribution de leurs actions et celles qui consentent des options d'achat de leurs actions peuvent racheter leurs propres actions (article 217-1). Il en va de même lorsqu'il s'agit de sociétés cotées pour mener des opérations de régularisation de cours (article 217-2). La fiscalité des actionnaires qui apportent leurs titres à l'OPRA est en outre dissuasive.

Aucune de ces exceptions ne permet aux sociétés françaises de procéder à des rachats d'actions dans une véritable optique de gestion économique ou financière. Pourtant, les opérations d'annulation d'actions se développent actuellement en France. Une douzaine de sociétés ont au cours de ces dix-huit derniers mois, au travers d'OPRA, réduit sensiblement leur capital et leurs fonds propres et de nombreux groupes français cotés, moyens ou grands, ont interrogé ces derniers mois la Commission des Opérations de Bourse sur les conditions dans lesquelles ils pourraient racheter une partie de leurs propres actions.

Car la question du rachat par les sociétés de leurs propres actions revêt désormais une importance particulière au carrefour, chez les chefs d'entreprises, de plusieurs préoccupations :

- Souhait de se recentrer sur des métiers de base et de déboucler des participations croisées ;

- Après un long travail de désendettement, existence au sein de nombreux groupes d'une trésorerie importante sans opportunité immédiate d'investissement ;

- Désir, après utilisation de tout ou partie de cette trésorerie pour achat et annulation de titres, de provoquer une « relution »[1] des titres restants;

[1] La dilution est la diminution du bénéfice par action liée à la création d'actions nouvelles. La relution est l'effet inverse.

COB

– Dans la mesure où les marchés financiers sont également « globaux », nécessité de rendre la Bourse française aussi attractive que les autres bourses (où sont parfois également cotés les groupes français).

Consciente de ces enjeux financiers et économiques, la Commission des Opérations de Bourse a souhaité examiner cette question et son Président, Michel Prada, m'a demandé d'élaborer des propositions de place pouvant prendre la forme d'assouplissements législatifs et réglementaires.

Assisté de deux membres des services de la Commission qui ont fait preuve d'une remarquable efficacité, Anne Maréchal et Helman le Pas de Sécheval, j'ai auditionné toutes les structures représentatives des intervenants sur les marchés financiers ainsi que de nombreux représentants de sociétés françaises et étrangères, des administrations de tutelle des marchés financiers, ainsi que de la Commission des Finances du Sénat et de l'Assemblée Nationale. La liste des structures et personnalités entendues est jointe en annexe n° 1.

Je voudrais résumer mes propositions qui recueillent un accord de principe quasi général en les situant dans le cadre suivant : dans tous les pays libéraux, les dirigeants prennent leurs décisions de gestion de manière à maximiser le rendement des titres détenus par leurs actionnaires. Ceci dans des sociétés, microcosmes d'objectifs parfois divergents et de tensions où s'opposent et surtout se conjuguent les intérêts des clients et du personnel. **Les sociétés qui réussissent sont celles qui rémunèrent au mieux les actionnaires en satisfaisant aux désirs de leurs clients – qu'elles anticipent souvent par l'innovation – et en procurant à leurs salariés dignité dans les conditions de travail et dans les rémunérations, salariés qu'elles peuvent légitimement souhaiter transformer en actionnaires.**

En économie de marché, c'est principalement sur les marchés financiers que s'effectue le financement des entreprises et la Bourse, cerveau et coeur du système, évalue en permanence les stratégies d'entreprise et leur réussite. Elle autorise les transferts de capital notamment dans les cas de mauvaise gestion. Dans certains pays comme le Japon et l'Allemagne, le financement bancaire et l'apport de capitaux par ce secteur peuvent jouer un rôle prépondérant car il existe des relations de long terme entre les banques et les entreprises. Mais la Bourse reste le régulateur qui juge à chaque instant des performances des sociétés.

En France, la Bourse joue un rôle relativement moindre dans l'apport de fonds propres, dans la mesure où sa capitalisation est relativement faible et où le nombre de sociétés cotées demeure limité et stable (à environ 850 depuis quelques années) alors que l'on estime à près de 3 000 le nombre d'entreprises supplémentaires susceptibles d'accéder un jour à la cote. **Enfin et surtout, les institutions financières y détiennent une part très faible, beaucoup trop faible du capital des sociétés, en raison de l'insuffisance, dans notre pays, d'une épargne longue investie en actions. Denrée précieuse ailleurs, le capital est, de plus, rare en France.**

Assouplir la législation en vue de permettre une utilisation plus souple du capital social et des fonds propres comme instrument de gestion économique et financière, y compris par destruction d'actions, n'est donc pas une démarche

COB

malthusienne. Au contraire, l'insuffisance de capital rend nécessaire sa présence là où il peut être utilisé de façon stratégique pour permettre le développement d'une activité productive. Les sociétés qui, pour s'être recentrées sur leur métier de base, ou pour avoir atteint un stade de maturité avancée, ont des surplus de capitaux, ne les détruisent pas en les rendant au marché car celui-ci saura les utiliser au mieux des intérêts d'autres entreprises en manque de fonds propres. Peu importe que ce transfert prenne différents relais avant d'aboutir, par exemple, vers celles qui ont racheté les actifs de la société recentrée. Car le marché financier est un tout. Il permet à chaque moment la confrontation entre les besoins des uns et les surplus des autres. La relution liée à des réductions de capital entraînera peut-être, comme cela a été le cas récemment aux États-Unis, un mouvement général boursier à la hausse. Ce sera l'occasion pour d'autres structures d'émettre sur le marché afin de faire face à leurs besoins de fonds propres. Globalement, toute l'économie productive bénéficiera d'une allocation plus optimale de ces ressources et, partant, l'ensemble des acteurs au sein des entreprises. Les transferts envisageables en faveur d'un meilleur usage des fonds propres sont significatifs. Ils pourraient atteindre 50 milliards de francs par an si l'on transpose avec modestie les montants en cause aux États-Unis.

Ce phénomène stratégique général a une signification toute particulière en France où encore une fois les capitaux sont plus rares qu'ailleurs en raison de l'absence de leur source essentielle que sont, dans les pays anglo-saxons, les fonds de retraite.

Aux États-Unis, les entreprises se montrent réticentes à dépenser leurs liquidités dans des activités éloignées de leur métier de base et préfèrent acquérir leurs propres titres. Les programmes de rachat d'actions s'y multiplient à une vitesse surprenante. En 1996, près de 1.500 opérations de ce type ont été lancées[1] pour un montant proche de 180 milliards de $. Depuis quelques années, Citicorp, Chase Manhattan, IBM, Coca-Cola, Pepsi, Chrysler, Procter & Gamble, Merck et bien d'autres encore ont proposé à leurs actionnaires de racheter une partie de leurs titres. Pour utiliser sa trésorerie pléthorique, General Motors a racheté environ 5 % de son capital. Exxon se prépare à réduire de 20 milliards de $ son capital en trois ans. En Grande-Bretagne, la destruction de titres prend aussi l'allure d'un phénomène de grande ampleur. Boots et Barclays viennent d'annuler chacun pour plus de 50 millions de £ de leurs titres et le reste de l'Europe, malgré une fiscalisation souvent pénalisante ne semble pas rester à l'écart. Tandis que le hollandais DSM et le suédois North Banken y ont eu recours pour des montants importants, les allemands Bayer et BASF pourraient franchir le pas. En France, les augmentations de capital ainsi que les distributions de dividendes en actions se font rares, car les entreprises ne renforcent leurs fonds propres que si elles ont des projets précis de croissance interne et externe. Avec le démantèlement progressif des noyaux durs, on assiste à des mouvements importants de cessions de participations non stratégiques à des banquiers qui se chargent de les revendre en Bourse (leur montant aurait atteint 22 milliards de francs en 1996). AXA-UAP, en pleine restructuration, a vendu pour plus de 3 milliards de francs une partie des titres Paribas, Suez, Scor et BNP qu'elle détenait. Les candidats à des OPRA sont désormais légion : CGIP (5 % du capital), Pernod-Ricard (jusqu'à 20 % du capital), Total (6 % du capital), Elf (15 %), Saint-Gobain (5 %), Seita (jusqu'à 20 % sur 5

[1] et 3.400 recensées de 1994 à 1996

COB

ans)... Et ces projets sont désormais beaucoup plus appréciés des financiers que les augmentations de capital. Quand le rendement d'une trésorerie placée sur les marchés monétaires est suivant les pays de l'ordre de 3 à 5 %, tandis que le rendement exigé pour tout nouvel investissement dans la plupart des entreprises est sensiblement supérieur à 10, voire à 15 ou à 20 %, on comprend pourquoi le phénomène a pris une telle ampleur. Sans toutefois franchir le seuil du déraisonnable, nombre d'entreprises américaines se gardant d'assécher totalement leur trésorerie.

En France, la conjoncture économique rend plausible cette pratique : les taux d'intérêt sont bas et les trésoreries des grandes entreprises sont importantes. Dans ces conditions, le rachat d'actions est une modalité particulière de remontée de trésorerie aux actionnaires. Il entre en concurrence avec le versement de dividendes. Mais à la différence de celui-ci, le rachat d'actions permet une relution qui se perpétue au-delà de l'effet mécanique de l'opération. Car le rachat d'actions permet d'améliorer le bénéfice par actions. Il présente aussi l'avantage de réduire la dilution liée aux attributions de stock-options. Mais le rachat d'actions présente bien d'autres facettes. Il est un moyen instantané de compenser un défaut de liquidité du titre. Sans aller jusqu'à imaginer que la présence de réserves financières dans l'entreprise constitue une incitation permanente à un usage imprudent dans des investissements somptuaires ou dans des diversifications injustifiées, on notera que l'entreprise n'a pas de raison de faire de la rétention de trésorerie car celle-ci présente une rentabilité inférieure à la rentabilité attendue sur les actifs opérationnels de l'entreprise. **Et en valorisant immédiatement les titres de leurs actionnaires, les sociétés tentent ainsi de les fidéliser**. C'est ce qu'ont compris de nombreux groupes qui après avoir déjà renoncé à donner à leurs actionnaires la possibilité de percevoir leurs dividendes sous formes d'actions ont mis un terme au processus de dilution du bénéfice par action avec la mise en place d'un programme de rachat direct de titres sur le marché. **L'objectif est de mettre les entreprises françaises à parité avec leurs concurrentes étrangères en leur permettant de restituer le plus de valeur possible aux actionnaires car la mondialisation touche aussi les marchés financiers et le comportement des investisseurs est global. Les sociétés sont de plus en plus souvent cotées sur plusieurs marchés dont les logiques ne peuvent que s'harmoniser. En outre, cette harmonisation incitera les capitaux étrangers qui sont nécessaires au développement des entreprises françaises, en attendant que nos propres fonds de capitalisation y pourvoient, à s'investir chez nous.**

Ce sera le cas si les rachats et les annulations de titres permettent à chaque instant à toute société d'adapter sa surface financière à ses métiers. La diminution du capital est désormais un acte de gestion, d'une gestion « à flux tendu » du capital.

La France peut une fois de plus se singulariser en maintenant le système rigide qui est le sien dans ce domaine, au moment où tous les pays européens du continent, et en particulier l'Allemagne, s'orientent vers la mise en oeuvre de la souplesse autorisée par la deuxième directive européenne de 1976 sur le fonctionnement des marchés financiers. Elle peut au contraire permettre aux sociétés d'apprendre à gérer leur capital [1], et au marché de réaliser la meilleure adaptation du capital aux besoins stratégiques des entreprises.

---

[1] Certaines sociétés de portefeuille endormies sur leur plus-values seront peut-être un jour bien inspirées de racheter leurs titres pour réduire leur importante décote

COB

La justification de la prohibition du rachat par une société de ses propres actions n'existe plus au même degré aujourd'hui. Les sociétés ont besoin d'une latitude. **Mais le libéralisme à venir doit être encadré par des modalités d'intervention excluant tout risque d'abus, de manipulation et de délit d'initié. Si l'intérêt en faveur de l'efficacité économique de ces opérations n'est plus douteux, il convient qu'elles soient réalisées dans la plus grande transparence et dans l'égalité de traitement des actionnaires.**

On verra plus loin que la souplesse souhaitée par tous les intervenants sur les marchés financiers est encadrée par la directive européenne de 1976 et qu'elle ne pourra se traduire que par une simplification de l'OPRA pour les programmes visant à racheter et à annuler le plus souvent plus de 10 % des actions d'une société et par une souplesse nouvelle donnée aux sociétés en matière de stockage ou d'annulation de leurs actions pour un montant au plus égal à 10 % du capital social. Ce capital social n'étant plus le gage des créanciers mais celui du succès économique de l'entreprise. **Je suggère que cette souplesse soit pleinement autorisée dans le droit français des sociétés.**

L'entreprise se trouvera-t-elle fragilisée par une réduction de ses fonds propres ? Non, si elle agit avec prudence dans le cadre des ratios mesurant l'endettement net par rapport aux fonds propres et l'évolution de la trésorerie. Quant à la transparence et à l'égalité de traitement, elles seront assurées dès lors que l'entreprise disposera des autorisations nécessaires au lancement d'un plan d'achat, voire d'annulation de ses actions, autorisé par ses actionnaires ; par la mise en oeuvre de ce plan au travers d'une note d'information approuvée par la COB ; par l'information dispensée à chaque moment de toute opération initiée dans ce domaine par la société qui devra également rendre compte dans son rapport annuel des flux et stocks d'actions rachetées. Enfin, on verra plus loin que, pour plusieurs raisons d'ailleurs convergentes, la fiscalité des rachats d'action en vue de leur annulation devra évoluer.

La liberté nouvelle que je propose d'accorder aux sociétés sera d'autant moins dangereuse qu'elle restera contrôlée par l'Assemblée Générale des actionnaires et enfermée dans des limites bien déterminées visant à éviter tout abus et à respecter les principes de transparence et d'égalité des actionnaires sur lesquels la Commission des Opérations de Bourse est chargée de veiller. Le rachat au quotidien des actions (au travers de la procédure dite de régularisation de cours) doit en particulier échapper à tout soupçon de manipulation de cours. Le contournement opéré actuellement au travers du rachat d'actions par des filiales devra disparaître (il a en outre l'inconvénient de ne pas permettre d'annuler juridiquement les actions rachetées).

Bref, le système proposé en faveur d'une meilleure adéquation du capital aux besoins à long terme des sociétés et d'une mise à niveau de la bourse française par rapport à ses concurrentes, s'apparente aussi à une moralisation des pratiques actuelles.

COB

I. LE RACHAT DE LEURS PROPRES ACTIONS PAR LES SOCIÉTÉS SE HEURTE EN FRANCE À DES OBSTACLES D'ORDRE JURIDIQUE ET FISCAL

Le contexte économique actuel révèle l'intérêt des rachats d'actions qui ont pris à l'étranger une ampleur considérable.

A. Le rachat d'actions : un phénomène de grande ampleur à l'étranger

1. Les rachats de leurs propres actions par les sociétés connaissent, comme on l'a vu, une spectaculaire faveur de la part des entreprises notamment outre atlantique.

Aux États-Unis, ces rachats d'actions atteignent des montants de l'ordre de 30 à 50 milliards de dollars par an. En 1996, les 1472 opérations annoncées ont représenté un niveau record de 176,3 milliards de dollars[1]. Tous les secteurs sont concernés, de l'automobile (Chrysler) à la pharmacie (Merck), en passant par les chaussures de sport (Reebok), les médias (Viacom), les boissons gazeuses (Coca-Cola) et l'informatique (IBM). Les opérations les plus importantes ont toutefois été menées par les institutions financières : la Chase Manhattan, première banque des États-Unis, devait ainsi racheter une partie de ses actions pour 2,5 milliards de dollars et la Citicorp a prévu de racheter une nouvelle tranche d'ici fin 1998, portant le montant de son programme de rachat à 8,5 milliards de dollars. Au total, les quinze premières banques américaines ont mis en place des programmes de rachat portant sur 29 milliards de dollars (145 milliards de francs). Le mouvement devrait encore s'amplifier car on estime que les cent premières banques du pays disposaient, fin 1996, de 100 milliards de dollars de capitaux excédentaires, soit 20 % de leur capitalisation boursière.

En Europe, les Britanniques ont réalisé environ 80 % des opérations européennes de rachat d'actions sur les six dernières années : le groupe de communication Reuters, la banque (Barclays Bank, Natwest Bank), la pharmacie (Boots), les vins et spiritueux (Guinness), la distribution électrique (National Power, Power Gen). Sur 52 programmes de rachat lancés en Europe depuis 1990, d'un montant supérieur à 50 millions de dollars, 18 concernent d'ailleurs l'électricité.

Certaines opérations importantes ont également été conduites en Europe par les sociétés hollandaise DSM et suédoise Northbanken et les entreprises allemandes BASF et Bayer devraient y avoir recours.

En France, de telles opérations restent encore rares. C'est à partir de 1996 que cette technique s'est développée. Les opérations réalisées ont concerné pour la plupart

[1] Source : Securities Data Corp.

d'entre elles des sociétés de portefeuille non cotées au règlement mensuel: on peut citer les opérations de Parfinance, Imaffine, l'IDI et Zuber-Laederich et celle du groupe CTT SCETA inscrit au hors cote. En novembre 1996, ELF s'est endettée de 5 milliards de francs pour racheter à l'État 4,5 % de son propre capital.
En 1997, les sociétés Navigation mixte, Siparex, De Dietrich et NSC Groupe y ont eu recours. La SEITA et la société Pernod Ricard ont demandé l'autorisation de procéder à des rachats de leurs propres actions. De même, TOTAL se propose de racheter 6,5 % de son capital au cours des prochains mois (environ 15 millions de titres afin notamment, de compenser les effets dilutifs du programme de stock options) et Elf-Aquitaine a obtenu de ses actionnaires l'autorisation de racheter jusquà 15 % de son capital. Plus récemment, la SCOR a annoncé un rachat d'actions pour le premier semestre 1998.

Les opérations réalisées jusqu'à présent sont généralement restées éloignées de la logique anglo-saxonne. Celle-ci est toutefois apparue clairement à travers l'annonce faite par Pernod Ricard de racheter une partie de son capital « afin de relever le bénéfice par action du groupe » ou du communiqué d'Elf-Aquitaine annonçant que le rachat de 4,5 % de son capital par une sous-filiale « améliore mécaniquement le bénéfice par action ». Le groupe De Dietrich a quant à lui avancé trois séries de raisons pour procéder au rachat de 18 % de son capital : optimiser le rendement de la trésorerie, arbitrer entre dettes et fonds propres et fidéliser les actionnaires (pour ceux qui n'apportent pas leurs titres à l'OPRA, le bénéfice net par action s'améliore mécaniquement de 16 %).

Les opérations récentes de rachat d'actions sur le marché français

sociétés	date	prix proposé par action (en F)	% du capital proposé au rachat	montant investi (en millions)	prime proposée (en %) (*)
Parfinance	avril-mai 96	215	34,4	2365	8,6
Imaffine	juil-sept 96	211	79,9	256	8,1
Sceta	sept-oct 96	520	24,5	127	48,1
IDI	oct-nov 96	364	76,7	404	41,7
Zuber-Laederich	nov-déc 96	79	17,1	9,4	150(1)
Navigation mixte	juin 97	875	40	5565	4,3
Siparex	juin 97	135	12,5	87(2)	16,4
De Dietrich	mai 97	275	18	367(2)	5,8
NSC Groupe	juin 97	800	23	140(2)	23

* Différence, en % entre le prix proposé et le dernier cours coté avant annonce de l'opération.
(1) En tenant compte du versement d'un dividende exceptionnel
(2) Montant maximal

COB

2. Ces opérations obéissent à une logique économique à la fois conjoncturelle et structurelle

a) Le développement récent des opérations de rachat d'actions s'explique par un contexte économique particulier

- En raison de l'amélioration de leur situation financière, les entreprises sont nombreuses aujourd'hui à disposer d'une trésorerie très abondante. On estime que le taux d'autofinancement des entreprises dépasse largement 100 % en Europe. Dès lors, et afin d'éviter une surcapitalisation désormais sanctionnée par le marché, il convient de trouver une utilisation avantageuse à cette **trésorerie excédentaire**. Le rendement des placements à court terme ayant fortement diminué, il devient plus rentable d'investir en actions, éventuellement dans les siennes propres.

- **Les opportunités d'investissement peuvent être insuffisantes** compte tenu des rendements escomptés mais aussi en raison de la stratégie commerciale ou industrielle adoptée qui consiste fréquemment dans la période récente à favoriser un recentrage sur le métier principal ou sur des métiers à forte cohérence, lesquels n'offrent pas nécessairement des possibilités d'investissement.

- En période de **faibles taux d'intérêt,** le placement de la trésorerie ne procure plus une rentabilité suffisante et les entreprises peuvent avoir avantage à racheter leurs actions en utilisant cette trésorerie excédentaire. L'effet « relutif » correspondant à cette opération résulte en théorie de l'écart entre la rentabilité des investissements de la société et les taux d'intérêts rémunérant la trésorerie. C'est précisément ce que l'on constate actuellement.

b) Au delà de ce contexte particulier, l'opération de rachat d'actions présente toute une série d'avantages pour l'entreprise comme pour les actionnaires

Elle permet notamment :

- **le débouclage de participations croisées ;**

- **la sortie du capital d'un actionnaire minoritaire ;**

- C'est aussi un moyen de **protection contre une prise de contrôle inamicale**. En remédiant à la sous-évaluation de ses titres d'une part et en renforçant le contrôle de l'actionnariat d'autre part, le rachat d'actions est un moyen de prévenir une OPA. La réduction du capital diminue la trésorerie excédentaire et augmente mécaniquement le bénéfice par action dont le cours s'ajuste à la hausse. La société devient donc plus difficile à acquérir. On a ainsi assisté à une vague de rachats d'actions aux États-Unis au lendemain du krach boursier d'octobre 1987, le rachat d'actions étant le moyen le plus rapide de faire remonter les cours. Les dirigeants du groupe allemand Schering par exemple, ont récemment annoncé leur volonté de

COB

procéder à des rachats dans ce but, la société ne présentant qu'une trop faible capitalisation boursière (12 MdDM) dans un secteur en phase de concentration.

- **l'accroissement de la valeur actionnariale** est devenue en cette période de « gouvernement d'entreprise » un des points clé de la gestion des entreprises.
  Une telle opération est d'ailleurs le plus souvent interprétée comme un signe de prise en compte de l'intérêt des actionnaires. Pour eux, en effet, l'opération est très généralement avantageuse car ils se voient redistribuer une partie de la richesse dégagée par l'entreprise et ils profitent de la hausse du cours des actions qu'elle provoque. A cet égard, les études statistiques menées dans les pays où cette pratique de rachat est courante montrent que ce « signal » permet au cours de bourse de se hisser, au moins dans un premier temps, à des niveaux supérieurs à ceux qu'induit mécaniquement le redimensionnement du capital[1]. Les actionnaires préfèrent d'ailleurs ce type d'opération à des diversifications hasardeuses ou à la conservation d'une trésorerie peu productive.

- **Le rachat d'actions présente des avantages par rapport à une distribution de dividende exceptionnel**. Si le rachat d'actions est assez similaire au versement d'un dividende puisqu'il se traduit également par une distribution de cash aux actionnaires, le dividende n'a pas d'effet relutif sur le bénéfice par action : il constitue un prélèvement de trésorerie pour un nombre d'actions constant. Ainsi, contrairement au dividende qui n'a qu'un impact momentané, un rachat d'actions a des effets permanents sur la valorisation boursière : à court terme, l'opération permet à l'actionnaire de vendre ses titres à un prix souvent supérieur à celui du marché et à plus longue échéance, elle entraîne une revalorisation des cours par une augmentation du profit par action (le résultat corrigé du coût du rachat est divisé par un moins grand nombre d'actions) et, dans la très grande majorité des cas, de l'actif net réévalué par titre. Pour l'actionnaire, le versement d'un dividende est « subi » puisqu'il s'applique à tous, tandis que le rachat d'actions est « choisi » par les seuls actionnaires qui apportent leurs titres à l'offre. Enfin, le signal donné au marché est fondamentalement différent : alors que le versement d'un dividende exceptionnel ne reflète que les résultats passés de l'entreprise, le rachat d'actions est interprété comme un signe de confiance en l'avenir. L'entreprise est considérée à la fois comme gérant au mieux son capital en investissant dans ses propres titres et comme soucieuse des intérêts de ses actionnaires.

  Aux États-Unis, les entreprises font ainsi des allers-retours sur le marché en rachetant ou en revendant des actions en fonction de leurs besoins de financement. Ces actions sont en général conservées sous forme d'actions de trésorerie. Elles sont privées de droit de vote et de dividende tant qu'elles ne sont pas remises en circulation. Le choix de cette méthode de distribution aux actionnaires s'explique aussi aux États-Unis par une taxation plus lourde des dividendes (cette situation est inverse en France comme nous le verrons plus loin).

  Selon la banque JP MORGAN qui a étudié une cinquantaine de programmes de rachat d'actions d'un montant supérieur à 50 millions de dollars de 1990 à 1996, la réaction du marché a toujours été positive, les cours progressant en moyenne de 15

[1] cf. notamment J. HAMON, *Le Rachat d'actions : une politique de valorisation des actions ?*, à paraître

% soixante jours après leur annonce. Plus le programme était important (supérieur à 10 % du capital), plus les gains l'ont été pour les actionnaires.

Les entreprises privilégient souvent l'effet d'annonce pour faire monter leur cours de bourse et étalent leurs rachats d'actions sur plusieurs années. Selon la banque MORGAN, depuis huit ans, les entreprises auraient toutefois réalisé 85 % des rachats d'actions annoncés.

Paradoxalement, les programmes de rachat n'ont pas entraîné une diminution du nombre d'actions en circulation à Wall Street : les actions annulées ont notamment été compensées par les actions créées dans le cadre des programmes de stock options. Ainsi par exemple, Microsoft a racheté en bourse 134 millions d'actions depuis 1990 mais en a créé 336 millions pour ses salariés.

B. Les freins juridiques et fiscaux aux rachats d'actions

Les rachats d'actions sont limités aujourd'hui en France par un cadre juridique résolument hostile et par un régime fiscal très pénalisant.

1. Le cadre juridique actuel : un principe d'interdiction

Alors qu'aux États-Unis et en Grande-Bretagne une politique délibérée en faveur de l'actionnaire jointe à une grande souplesse dans les possibilités d'intervention sur le marché ont fortement favorisé les rachats d'actions, en France, la pratique de l'achat et de la détention par une société de ses propres actions ont été longtemps condamnés au motif qu'il était contestable qu'une société soit son propre actionnaire, une personne ne pouvant à la fois être créancière et débitrice d'elle même. Le souci constant de protéger l'actionnaire individuel a également conduit le législateur à une grande prudence dans ce domaine. Ainsi, **la loi du 24 juillet 1966 interdit en principe l'achat de ses propres actions** (art. 217, premier alinéa). Cette interdiction est assortie de sanctions pénales pour les dirigeants de la société consistant en une amende de 2000 à 60000 francs (art. 444 et suiv. de la loi).

Il est par ailleurs interdit à une société de posséder plus de 10 % de son capital et l'article 358 de la loi de 1966 prohibe les participations réciproques dès lors qu'une société possède plus de 10 % du capital d'une autre.

Afin de lutter contre des procédés visant à contourner l'interdiction pour une société d'acheter ses propres actions, l'article 217-9 de la loi de 1966 interdit également à une société anonyme d'avancer des fonds, d'accorder des prêts ou de consentir une sûreté en vue de la souscription ou de l'achat de ses propres actions par un tiers.
Cette interdiction visant toute personne autre que la société elle-même, les actionnaires ne peuvent donc emprunter à leur société l'argent nécessaire pour augmenter leur participation dans cette dernière.

COB

Bien que des **exceptions aient été apportées à ce principe d'interdiction**, les hypothèses envisagées par la loi ne permettent pas aux sociétés françaises de procéder à des rachats d'actions dans une optique de gestion financière.

a. Des procédures inadaptées à une optique de gestion financière du capital

Les entreprises ne peuvent intervenir sur leurs propres titres que dans les hypothèses suivantes [1] :

- dans le but d'effectuer une réduction de capital non motivée par des pertes (articles 215 et 216 de la loi 1966) ;
- dans le but de faire participer les salariés aux résultats par attribution de leurs propres actions ou en consentant des options d'achat sur ces actions (art. 217-1) ;
- lorsqu'il s'agit de sociétés cotées, pour mener des opérations de régularisation de cours (art. 217-2)

Par conséquent, deux voies s'offrent aux entreprises françaises soucieuses de racheter leurs propres actions dans un but de gestion financière :

- **la procédure de réduction de capital non motivée par des pertes dont le formalisme est très lourd ;**
- **la procédure prévue pour la régularisation des cours**

1) La réduction du capital non motivée par des pertes (article 217)

Les actions rachetées dans ce cadre doivent être annulées dans un délai d'un mois après la clôture de l'offre publique. Contrairement aux opérations de rachat par une société de ses propres actions sans réduction de capital, autorisées seulement dans certains cas par la loi, l'OPRA peut porter sur un pourcentage quelconque du capital, sans limitation.

- La société qui envisage le rachat de ses propres actions afin de réduire son capital social doit être **autorisée par l'Assemblée générale extraordinaire** à acheter un certain nombre d'actions pour les annuler. L'Assemblée générale extraordinaire délibère au quorum du 1/3 sur première convocation et du quart sur deuxième convocation ainsi qu'à la majorité des 2/3 des voix des actionnaires présents ou représentés.
Les commissaires aux comptes établissent **un rapport spécial** où ils font connaître leur appréciation sur l'opération au regard notamment de l'égalité des actionnaires.
Si l'AGE donne son accord, la réduction du capital, pour être applicable, doit

[1] pour être complet, l'article 175 de la loi de 1966 prévoit le rachat des titres par une société suite à un refus d'agrément d'un cessionnaire potentiel. Les titres doivent alors obligatoirement être annulés.

être **étendue à l'ensemble des actions de la société**. L'avis d'achat doit être publié dans un journal d'annonces légales et, pour les sociétés faisant publiquement appel à l'épargne, au Bulletin des annonces légales obligatoires (BALO).
L'AGE peut déléguer au conseil d'administration ou au directoire tous pouvoirs pour réaliser l'opération de réduction de capital mais cette délégation ne peut pas porter sur les conditions essentielles de l'opération qu'il lui appartient de fixer : le montant de la réduction, le nombre de titres concernés, le choix de la méthode de réduction.

- Le projet de réduction du capital doit être **accepté par l'ensemble des créanciers** de l'entreprise. Ceux-ci disposent pour se prononcer d'un délai de trente jours à compter de « la date du dépôt au greffe du procès-verbal de délibération de l'AGE qui a décidé ou autorisé la réduction ».

- Si le nombre d'actions présentées à l'offre est supérieur à la quantité souhaitée, il est procédé pour chaque actionnaire vendeur, à **une réduction** proportionnelle au nombre d'actions « dont il justifie être propriétaire au moment du rachat » et non pas au nombre d'actions qu'il apporte à l'offre.

- Lorsque les actions de la société faisant l'objet du rachat sont cotées en Bourse, et dans la mesure où l'offre doit être faite à tous les actionnaires, la réglementation boursière prévoit la technique de **l'offre publique**. Une note d'information est alors publiée pour présenter les modalités de l'opération.

<u>Exemple de calendrier juridique d'une OPRA</u>

J-45 : Consultation des commissaires aux comptes
J : AGE
J+1 : publication de l'avis d'OPRA à la cote officielle
J+3 : début de l'OPRA
J+26 : dernier jour pour la révocation des instructions données par les actionnaires
J+33 : date limite d'opposition des créanciers à l'OPRA
J+36 : fin de l'OPRA
J+66 : date limite pour l'annulation des actions rachetées.

La réduction du capital non motivée par des pertes est donc une **procédure longue et lourde conçue pour la réalisation d'une opération exceptionnelle** dans la vie de l'entreprise. Elle est ponctuelle, ne peut donner lieu à des « programmes de rachat » et ne permet donc pas une utilisation dans une optique de gestion financière.

Cette procédure de réduction de capital est par ailleurs **purement et simplement interdite en présence d'obligations convertibles ou échangeables ou de bons de souscription**.

A l'issue de l'opération, les actions doivent obligatoirement être annulées, elles ne peuvent pas être conservées ni a fortiori réutilisées. A ces difficultés s'ajoute le régime fiscal des gains réalisés par les actionnaires participant à l'OPRA (cf. *infra*).

COB

2) La régularisation des cours (art. 217-2)

La société qui envisage le rachat de ses propres actions dans le but de régulariser leur marché doit avoir été expressément autorisée par l'assemblée générale. Celle-ci fixe les modalités de l'opération et notamment les prix maximum d'achat et minimum de vente, le nombre d'actions à acquérir et le délai dans lequel l'acquisition doit être effectuée. Cette autorisation ne peut être donnée pour une durée supérieure à dix-huit mois. La société doit tenir des registres des achats et des ventes effectuées.

La COB a complété l'article 217-2 par son règlement n° 90-04. Pour être présumées légitimes, les opérations doivent avoir pour objectif de « réduire les fluctuations excessives de cours ». Les interventions doivent être réalisées en contre-tendance par rapport au dernier cours coté, par l'intermédiaire d'une seule société de bourse et ne pas dépasser le quart de la moyenne quotidienne du volume de transactions constatées sur une période de référence pendant l'intervention.

Si la société décide d'annuler les actions qu'elle a acquises dans le cadre d'une intervention de régularisation, elle se trouve soumise à la procédure des articles 215 et 216 et donc confrontée au formalisme de cette procédure : l'annulation doit être décidée par l'assemblée générale extraordinaire, les commissaires aux comptes établissent un rapport sur l'opération, les créanciers disposent d'un délai d'opposition de 30 jours. Néanmoins, comme ces annulations s'effectuent sur des titres déjà autodétenus, la doctrine dominante considère que la société n'est pas tenue de faire une offre à l'ensemble des actionnaires et que cette réduction du capital ne requiert pas le dépôt d'une offre publique de rachat.

La procédure de régularisation des cours, assez spécifiquement française, est actuellement inadaptée à l'objectif de gestion économique du capital. En tout état de cause, les conditions posées par la loi et le règlement de la COB, notamment l'obligation d'intervention sur les titres en contre-tendance, sont généralement impossibles à respecter dans un tel but.

On constate que ce mécanisme, dont la vocation initiale est d'assurer une liquidité du titre et d'éviter les fluctuations de cours excessives, tend en pratique à être utilisé principalement pour soutenir le cours.

Dans ces conditions le recours à cette procédure dans une pure optique de gestion (cela n'a pas été le cas en pratique), serait illicite.

b. Des législations étrangères plus souples (cf. annexe 4)

Aux États-Unis, le capital social peut fluctuer de manière assez souple. Plus que le capital social, ce sont en effet les actifs de la société qui sont considérés comme le gage des créanciers.

Les sociétés américaines bénéficient à l'inverse des sociétés françaises d'une autorisation de principe d'intervenir sur leur propres titres. Les interventions sont fréquentes et répondent à des objectifs multiples : rémunérer un apport en nature ou une absorption; verser un dividende en actions, permettre le jeu des stocks options, se défendre contre une OPA inamicale ou réduire le capital.

Les rachats d'actions sont principalement pratiqués par ramassage en bourse et par offre publique. Dans ce dernier cas, l'offre peut être faite à prix fixe ou suivant un procédé d'enchères à la hollandaise ou bien être réalisées par divers arrangements privés ou encore via des contrats optionnels.

Les rachats d'actions sont toutefois soumis à certaines contraintes :

- Un programme de rachat d'actions est lancé sur un vote du conseil d'administration qui autorise la direction à procéder au rachat d'un nombre spécifié d'actions ;
- ces achats ne peuvent être effectués au détriment de l'intérêt social ;
- la société doit être solvable au jour du paiement des actions ;
- son actif ne peut être inférieur à son passif augmenté des sommes dues aux actionnaires privilégiés en cas de liquidation.

Il existe également des règles concernant les modalités des transactions elles-mêmes (utilisation d'un seul intermédiaire; le volume quotidien des interventions doit rester inférieur à 25 % de la moyenne quotidienne des transactions calculée sur les 4 semaines précédant l'opération; l'intervention ne peut se faire à l'ouverture de la séance de bourse ni pendant la dernière demi-heure ; le prix ne peut être supérieur au plus élevé des deux prix suivants : celui de la dernière transaction ou celui dont l'offre d'achat est la plus élevée proposée par un opérateur indépendant.).

Les dirigeants et actionnaires détenant plus de 10 % du capital ont l'obligation de porter sur un registre, de manière systématique, les transactions faites par eux mêmes et les membres de leurs familles. Cette obligation joue un rôle important car ce registre est public.

Le nombre des actions rachetées peut être limité ou non et provenir d'un ou de tous les actionnaires de la même classe d'actions. Dans la plupart des États, les actions rachetées sont transférées à un compte d'actions non émises et peuvent à tout moment être remises en circulation (sauf si les statuts l'interdisent). Certains États prévoient toutefois une procédure d'annulation optionnelle ou obligatoire. Il n'existe pas d'obligation comme en France de faire une offre de rachat à tous les actionnaires.

Le contrôle exercé par les autorités de marché est essentiellement réalisé a posteriori. Il ne porte pas a priori sur les motivations et le but du rachat d'actions, mais il vise à s'assurer de l'absence de manipulation de cours ou d'opérations d'initiés et du respect de l'égalité entre les actionnaires.

En Grande-Bretagne, le principe est comme aux États-Unis l'autorisation d'intervenir sur ses propres titres moyennant le respect de certaines conditions :

- La société doit utiliser soit le bénéfice distribuable, soit le produit d'une augmentation de capital effectuée à cette fin, soit une combinaison des deux[1].
- L'achat sur une période de douze mois de 15 % ou plus du capital d'une société doit être effectué selon la procédure d'offre publique d'achat. En dessous de ce seuil, les

[1] Il existe en droit britannique des actions « remboursables ». Il est fréquent que les sociétés procèdent au moment du remboursement de telles actions à des augmentations de capital d'un montant équivalent.

achats peuvent être réalisés sur le marché, à condition que le prix d'achat ne soit pas supérieur de plus de 5 % au cours moyen du titre pendant les dix derniers jours de bourse.

– La société doit être autorisée par l'AGE pour acheter ses propres titres hors marché mais par l'AGO si elle achète ses titres en bourse. L'autorisation doit indiquer le nombre maximal de titres qui peuvent être acquis, les prix les plus hauts et les plus bas qui peuvent être versés et la date d'expiration de l'autorisation, dont la durée ne peut excéder 18 mois.

Les titres achetés sont considérés comme annulés et le capital émis de la société est réduit d'autant.

En Allemagne, la législation très restrictive en vigueur doit être modifiée à compter de 1998.

Actuellement, en vertu des articles 71 et 71a de la loi sur les opérations sur actions, le rachat d'actions peut se faire dans des situations très exceptionnelles : risques sérieux de dommages ou cas d'urgence pour l'entreprise ou lorsque le cours de bourse est à un niveau artificiellement bas. Il peut également prendre place dans le cadre d'un plan d'épargne salarial ou dans certains cas de fusions. En tout état de cause, les rachats ne sont autorisés que dans la limite de 10 % du capital émis d'une société.
Une modification de ce texte est prévue dans le cadre plus général de la réforme du droit des sociétés. Les grande orientations de ce projet reprennent la directive européenne du 13 décembre 1976 :

– le rachat est limité à 10 % du capital
– autorisation préalable donnée par l'Assemblée générale, valable pour 18 mois;
– l'opération ne porte que sur les actions entièrement libérées.

L'opération ne se traduirait pas nécessairement par une annulation et une réduction du capital social. Dans cette hypothèse, les actions conservées seraient sans droit de vote et ne procureraient pas de dividendes.

En Espagne, en Italie et aux Pays-Bas, les rachat d'actions sont possibles sur le marché dans les limites fixées par la directive européenne : autorisation de l'Assemblée générale des actionnaires et rachats limités à 10 % du capital.

Au Japon, les rachats d'actions jusqu'alors interdits afin de limiter le risque de manipulation des cours, ont été autorisés à compter d'octobre 1994. Les entreprises peuvent désormais racheter leurs actions en Bourse à condition de les annuler immédiatement après l'opération ou de les revendre à leurs employés dans la limite de 3% du capital et dans une période de six mois après leur rachat. Officiellement la mesure vise à accroître le bénéfice par action, mais surtout, elle a vocation à revitaliser le marché boursier.

c. Une directive européenne qui permettrait une plus grande liberté

La transposition des techniques anglo-saxonnes dans l'ordre juridique national se

heurterait à des obstacles tenant à la différence de conception de la notion de capital : d'une part il n'existe pas en droit français l'équivalent aux notions de capital autorisé et de capital émis, et, d'autre part, le capital est considéré comme le gage des créanciers et nombre de règles visent en conséquence à garantir sa stabilité. Celles-ci sont d'ailleurs présentes dans la réglementation européenne.

Néanmoins, les règles posées par la deuxième directive 77/91 du 13 décembre 1976 en matière de rachat d'actions dessinent un cadre juridique plus libéral que la législation nationale. Elles autoriseraient donc un assouplissement important de la loi française si toute la liberté permise par ces règles européennes était utilisée.

1) La directive autorise des rachats d'actions indépendamment de toute réduction de capital, dans la limite de 10 % du capital (cf. annexe 3).

La directive prévoit que lorsque la législation d'un État membre permet à une société d'acquérir ses propres actions », les conditions suivantes doivent être remplies :

– l'autorisation d'acquérir est accordée par l'Assemblée générale qui fixe les modalités d'acquisition envisagées, et notamment le nombre maximal d'actions à acquérir, la durée pour laquelle l'autorisation est accordée, celle-ci ne devant excéder 18 mois, et des fourchettes de prix ;
  Ces conditions ne sont pas obligatoirement requises lorsque les actions sont rachetées en vue de les distribuer au personnel, mais dans ce cas la distribution de ces titres doit être effectuée dans un délai d'un an à compter de leur acquisition ;

– le rachat ne peut dépasser 10 % du capital;

– les acquisitions ne peuvent avoir pour effet que l'actif net devienne inférieur au montant du capital souscrit augmenté des réserves non distribuables ;

Ce formalisme peut être évité lorsque « l'acquisition d'actions propres est nécessaire pour éviter à la société un dommage grave et imminent », c'est-à-dire en pratique, la défense anti-OPA. Dans cette hypothèse, c'est l'assemblée générale qui suit qui devra être informée des raisons et des modalités des acquisitions effectuées.

Les actions qui ne sont pas acquises en vue d'une réduction du capital doivent être cédées dans un délai de trois ans au maximum. A défaut, les actions doivent être annulées.

Les titres autodétenus sont privés de droit de vote.
La société qui détient des titres en autocontrôle doit par ailleurs mentionner dans son « rapport de gestion » :

– les raisons des acquisitions effectuées pendant l'exercice;
– le nombre et la valeur des actions acquises ainsi que la fraction du capital qu'elles représentent.

COB

2) La directive impose une procédure particulière aux réductions de capital

Toute réduction de capital doit être subordonnée à une décision de l'assemblée générale à une majorité d'au moins les 2/3 des actionnaires.
La décision doit faire l'objet d'une publicité et les droits des créanciers doivent être respectés.
Le texte pose enfin le principe d'un traitement égal des actionnaires sans en préciser les modalités.

*

Au total, dans la limite de 10% du capital, la deuxième directive européenne concernant le droit des sociétés autorise, au moins implicitement, une souplesse d'action qui permet une gestion économique et financière de ses propres actions par une société.

2. Un régime fiscal pénalisant

Pour la société qui y procède, le rachat d'actions n'a pas d'incidence sur le résultat imposable. Les actionnaires répondant à l'offre de rachat ne bénéficiant pas de l'avoir fiscal, corrélativement, la société n'a pas à acquitter le précompte. Le coût de l'opération pour la société est donc nul.

En revanche, **pour les actionnaires** bénéficiaires qui y répondent favorablement, l'opération de rachat de titres en vue de leur annulation se traduit par un gain imposable. Les règles applicables en la matière résultent d'une interprétation des articles 109, 112-1° et 161 du code général des impôts. L'administration fiscale considère que ce gain en principe représenté par la différence entre le prix du rachat et le prix de revient des actions rachetées, entre dans la catégorie des revenus de valeurs mobilières, car il entraîne une distribution des bénéfices de l'entreprise. L'administration estime, en effet, que l'opération de rachat des titres en vue de leur annulation a la nature juridique d'un remboursement et non d'une cession de titres. **Les gains réalisés par les actionnaires doivent donc être considérés comme des revenus distribués et soumis en tant que tels à l'impôt :**

- pour les **personnes physiques** cela signifie une imposition au barème progressif de l'impôt sur le revenu et non pas une taxation au régime des plus-values bénéficiant d'un taux d'imposition plus favorable (taxation au taux proportionnel de 20,9% prélèvements sociaux inclus contre 54% pour la dernière tranche du barème). Le gain n'est assorti d'aucun avoir fiscal du fait de sa nature particulière et ne donne pas droit non plus, pour les personnes physiques, à l'abattement de 8000 francs (ou 16000 F pour un couple) prévu par l'article 158-3 du code général des impôts.

- pour les **personnes morales,** c'est le taux de droit commun de l'impôt sur les sociétés qui s'applique de plein droit. Néanmoins, les sociétés mères protégées par le principe de non réimposition entre leurs mains de ce qui a été taxé chez leurs filiales peuvent bénéficier d'une exonération dans le cadre du régime fiscal « mère-fille ».

Les gains ne sont toutefois pas considérés comme des revenus distribués si « tous les bénéfices et les réserves autres que la réserve légale ont été auparavant répartis ».

COB

Cette hypothèse étant exceptionnelle, en pratique c'est donc le régime des revenus distribués qui s'applique.

A l'origine de cette analyse, on retrouve notamment la crainte de l'administration fiscale de voir échapper à l'impôt des distributions de dividendes déguisées par le biais de rachats d'actions. Le régime fiscal repose par conséquent sur une distinction fondée sur **l'existence ou non d'une volonté de conférer un avantage aux actionnaires.** Or, cette volonté ne se rencontre vraiment que dans l'hypothèse de la réduction de capital non motivée par des pertes. Dans les autres cas, les préoccupations sont autres : les réductions de capital motivées par des pertes n'entraînent pas l'apparition de revenus distribués puisqu'il n'y a aucune répartition au profit des actionnaires ; de la même façon, lorsque le rachat d'actions est uniquement destiné à faciliter la participation des salariés ou à régulariser les cours, les sommes ou valeurs distribuées aux actionnaires ne sont pas considérées comme des revenus distribués (ces exceptions sont toutefois limitativement énumérées par l'article 112-6°du CGI).

Le régime fiscal des OPRA est cependant doublement inadapté :

– **Il est inéquitable** car les personnes physiques ne se voient pas appliquer le même régime fiscal selon qu'elles viennent à l'offre publique de rachat de la société émettrice (les gains sont imposés comme des revenus) ou selon qu'elles cèdent ces mêmes titres sur le marché (les gains sont alors taxés selon le régime des plus-values comme pour n'importe quelle autre cession de titres). En tout état de cause, en dehors de la procédure de l'OPRA, il est impossible d'identifier le cédant et donc par conséquent de traiter fiscalement l'opération comme un remboursement d'apport.

  Cette différence de traitement n'a d'ailleurs pas manqué de provoquer le développement de pratiques de contournement de la part des personnes les mieux informées (cession préalable à un intermédiaire qui présente les titres au rachat) encouragées en cela par les maîtres-d'œuvre des opérations de rachat ou par leurs banquiers. Cette situation est par exemple illustrée par la note d'information concernant l'offre publique de la compagnie de Navigation mixte qui précise : « Après examen de leur situation fiscale propre, certains actionnaires pourraient, sous réserve de l'évolution du cours de Bourse et après prise en compte des frais liés à une telle opération, obtenir un produit net d'impôt supérieur par la cession de leurs titres sur le marché »...

– **L'analyse fiscale de l'opération repose largement sur une fiction :** on ne peut pas en effet considérer que la revente d'un titre acquis en bourse constitue un « remboursement d'apport » de la part de la société qui rachète son propre titre[1]. Il ne s'agit pas davantage d'une distribution de revenu pour l'actionnaire mais bien d'une opération en capital qui devrait en tant que telle être traitée comme susceptible de dégager une plus-value imposable.

  La forte pénalisation des personnes physiques susceptibles de venir vendre leurs

[1] Tel n'est pas le cas pour des actionnaires fondateurs qui auraient conservé leurs titres d'origine, qui représentent une part infime des actionnaires des sociétés cotées d'une certaine dimension.

titres dans le cadre d'une offre publique de rachat est un véritable frein à ces opérations en France, les personnes physiques n'ayant généralement aucun intérêt à répondre à l'offre, alors même qu'elles bénéficient notamment aux États-Unis et en Grande Bretagne d'un régime fiscal au contraire favorable (cf. annexe 4).

C. L'inadaptation de la législation actuelle favorise des pratiques de contournement

Confrontées à la rigidité des textes, les entreprises ont cherché à contourner la difficulté. Sont ainsi apparus des pratiques ou des montages qui sont restés à l'état de projet, visant à permettre des rachats d'actions en dehors du cadre strict défini pour l'offre publique de rachat d'actions.

1. Un certains nombre de montages permettent de contourner l'interdiction pour une société d'accorder des prêts en vue de l'achat de ses propres actions par un tiers

Il résulte en effet de l'interprétation faite par la Cour de cassation de l'article 217-9 (Cass. com. 15 novembre 1994, Petit c/ Caisse centrale des banques populaires.) que seuls sont prohibés les prêts directs et l'utilisation en garantie des actifs même de la société dont les titres sont achetés. Ainsi, une société A qui avait acquis les actions d'une société B avait souscrit pour financer cette acquisition deux emprunts auprès d'une banque dont l'un était garanti par la mise en gage des actions achetées et l'autre était remboursable par distribution de réserve et de dividendes de la société B. C'est donc bien au moins indirectement la société B qui finançait l'acquisition de ses propres titres.

L'opération a cependant été validée car les actions données en gage n'appartenaient pas à la société B mais à l'actionnaire lui-même et seule la société A était tenue de rembourser l'emprunt.

2. L'interdiction du rachat de ses propres actions peut être contournée par des opérations au sein d'un groupe par le biais de filiales ou sous-filiales

Des opérations récentes mettent en évidence ce phénomène :

- En septembre 1996, le groupe Generali a annoncé son retrait du capital d'AXA. A cette occasion c'est une petite fille d'AXA qui a procédé à l'acquisition de 4,5% du capital d'AXA, en mobilisant une trésorerie préalablement disponible et à un prix qui correspondait au cours de bourse du jour.

COB

- Une filiale étrangère de Lafarge a été utilisée pour acquérir des titres de la société mère.

- La participation résiduelle de l'État dans Elf Aquitaine s'est retrouvée pour presque la moitié, à l'issue d'un reclassement de bloc, dans les comptes d'une société du groupe.

Deux approches s'affrontent ici :

– soit on considère qu'une filiale ou une sous -filiale agit toujours pour le compte de sa mère et on nie l'autonomie de la personne morale. Dans ce cas l'opération devrait tomber sous le coup des interdictions de l'article 217 mais aussi éventuellement de l'article 358 de la loi de 1966 qui interdit à une société de posséder des actions d'une autre société si celle-ci détient une fraction de son capital supérieur à 10%.

– soit on admet l'autonomie de la filiale qui peut établir que l'acquisition effectuée répond à ses propres intérêts, et elle ne peut alors être considérée comme un simple prête-nom.

La COB a admis le recours à une société du groupe pour racheter ses propres titres lorsque certaines conditions sont réunies :

- Tous les actionnaires de la société tête du groupe doivent se voir offrir la même possibilité. Afin de garantir l'égalité de traitement entre actionnaires, une réunion préalable du conseil d'administration est nécessaire;
- L'opération doit être conforme à l'intérêt de la société et de ses actionnaires ;
- La société filiale doit prendre une décision autonome en mobilisant ses propres ressources financières (et ne tomberait pas sous le coup de l'article 217-9) ; la filiale ne doit donc pas être une filiale fictive et agir sur instruction. L'opération devant être conforme à son objet et à ses intérêts sociaux; seule une décision de son organe d'administration permet de valider l'existence de l'ensemble de ces conditions.
- L'autocontrôle direct et indirect détenu par la société mère doit rester inférieur à 10 %.
- Il devrait être procédé ultérieurement au reclassement de cette participation auprès d'un large public, par exemple par offre publique et non par cession directe au bénéfice de quelques investisseurs, sauf si l'assemblée générale l'autorise expressément comme pour les opérations réservées.

Cette possibilité de procéder à des rachats hors OPRA, même ainsi encadrée, n'est pas satisfaisante. En effet, elle présente les inconvénients suivants :

– seules certaines sociétés peuvent avoir recours à ce type de montage car cela suppose notamment l'existence d'une filiale présentant des caractéristiques particulières ;

– cette voie ne correspond pas nécessairement à une procédure de rachat permettant une gestion financière du capital. Il est notamment impossible d'annuler les titres rachetés qui restent la propriété de la filiale et donc de profiter à plein de l'effet

relutif.

– les professionnels estiment, à juste titre, que ces montages n'offrent pas une sécurité juridique suffisante puisqu'ils sont susceptibles d'être remis en question.

3. Le rachat d'actions par l'attribution de bons de rachat

La COB a récemment eu connaissance de plusieurs projets visant à permettre à une société de racheter ses propres actions par l'utilisation de bons de cession, sans passer par la procédure de l'offre publique de rachat.

Ces projets se situent dans le cadre juridique d'un rachat suivi d'une annulation des titres (article 217 de la loi de 1966). Il est prévu que la société procède à une attribution gratuite d'options de vente à ses actionnaires (« bons de rachat d'actions ») permettant au porteur de vendre à la société à un prix déterminé une quotité d'actions pendant une période d'exercice donnée. Ces bons seraient cotés et négociables dès leur émission et pendant toute la durée de l'opération.

Ce montage qui allégerait les contraintes de calendrier liée à une OPRA, présenterait des avantages secondaires : possibilité de gérer l'opération sur une durée plus longue, gestion par le marché des questions de réduction et suppression des problèmes de rompus, transfert de valeur à tous les actionnaires qu'ils apportent ou non leurs actions, augmentation de la liquidité des actions sous-jacentes.

Le mécanisme des bons faciliterait l'opération pour les actionnaires individuels qui recevraient un bon par action : ils pourraient en effet bénéficier de l'effet de l'opération quel que soit le nombre d'actions qu'ils détiennent. Le mécanisme des bons éviterait par ailleurs les réductions qui dans ce type d'opérations ont pour effet d'exclure totalement une grande partie des actionnaires individuels.

Le recours aux bons de rachat faciliterait par ailleurs la sortie de certains actionnaires importants : dans le cadre d'une OPRA classique, ces actionnaires ne peuvent pas se désengager totalement du capital car leurs ordres sont réduits comme ceux des autres actionnaires, alors qu'une telle opération permettrait un rachat de blocs d'actions dans des conditions qui ne léseraient pas les minoritaires, le nombre d'actions rachetées dépendant du nombre de bons que les autres actionnaires accepteraient de céder.

Une variante de ce mécanisme consiste à faire émettre les bons par une filiale détenue à 100% et à faire racheter ces bons par la mère pour qu'elle puisse les attribuer gratuitement à ses actionnaires. A l'échéance des bons, dans la mesure où les porteurs les auraient exercés, la filiale serait absorbée par la mère qui annulerait ses propres actions qu'elle recevrait dans l'opération d'apport-fusion. L'intérêt de cette variante qui suppose l'existence d'une filiale *ad hoc*, est l'absence de réduction formelle du capital, celle-ci intervenant à l'occasion de la fusion.

Les projets présentés présentent des similitudes avec une offre publique de rachat et conservent certaines des garanties prévues : droit d'opposition des créanciers, rapport des commissaires aux comptes, période de 30 jours permettant de céder à l'émetteur les actions, note d'information visée par la COB, égalité des actionnaires.

COB

Le rachat d'actions par l'attribution de bons de rachat se pose donc en procédure alternative à l'OPRA.

Néanmoins, plusieurs difficultés non dirimantes peuvent être relevées :

- Contrairement aux offres publiques de rachat, le prix ne sera pas communiqué à l'assemblée générale. Par ailleurs, le fait de ne pas se placer dans le cadre d'une offre publique de rachat se traduira par l'absence de recevabilité du Conseil des Marchés financiers et donc par l'absence d'un contrôle sur le prix ;
- Les actionnaires sont peu accoutumés aux valeurs optionnelles ;
- Dans le cas où un grand nombre d'entre eux voudraient vendre simultanément leurs bons, un dispositif visant à garantir la liquidité du marché devrait probablement être mis en place;
- L'existence de bons de cession entraîne par le biais des couvertures mises en place par certains investisseurs une convergence du cours de l'action vers le prix d'exercice du bon à l'échéance dans le cas où ceux-ci sont voisins.
- Le mécanisme entraîne par ailleurs des coûts supplémentaires liés aux couvertures.

Les projets présentés proposent par ailleurs de réserver la possibilité de prévoir un prix déterminable mais non fixe, ce qui éloigne encore le schéma d'une OPRA et, par ailleurs, ne limitent pas la part de capital susceptible d'être rachetée par le biais de ce dispositif.

*

Au total, les schémas proposés visent à contourner les lourdeurs de la procédure actuelle de réduction du capital non motivée par des pertes et ne présentent pas toutes les garanties nécessaires, sauf à être encadrés par la COB dans une approche au cas par cas.

Cette solution ne parait guère satisfaisante dans la mesure où, d'une part, elle ne donnera pas de sécurité juridique totale aux intervenants, et, d'autre part, où elle risque de présenter des difficultés de contrôle et de suivi importantes pour les autorités.

Le recours aux bons de rachat est susceptible de présenter en tant que tel de nombreux avantages (cf. II.B.3.b), p. 41). Il n'est en revanche pas souhaitable qu'il ne soit justifié que par la lourdeur de la législation sur les rachats d'actions. Il paraît par conséquent plus opportun d'adapter la législation existante comme proposé ci-dessous.

COB

II. LES VOIES D'UN AMÉNAGEMENT DE LA LÉGISLATION

Le principe d'interdiction des rachats d'actions assorti d'exceptions serait remplacé par un principe général d'autorisation. Les modalités de rachat seraient toutefois encadrées afin de garantir la transparence et les droits des différentes parties prenantes à l'opération.

A. Libéraliser le rachat d'actions

En deçà de 10 % du capital social, la liberté de rachat serait totale dans une optique de gestion financière. Au-delà de ce seuil, un formalisme plus lourd serait maintenu (OPRA) pour conduire des opérations de nature plus structurelle.

1. Un principe d'autorisation : liberté jusqu'à 10 % du capital, souplesse au-delà

Les propositions suivantes en faveur d'une plus grande souplesse de gestion du capital permettraient aux entreprises d'arbitrer de façon permanente entre fonds propres, trésorerie et fonds d'emprunts, et d'améliorer ainsi leur ratio de rentabilité, dans l'intérêt des actionnaires. Elles sont conformes à l'esprit de la directive européenne de 1976 sur le droit des sociétés et se traduiraient par un assouplissement de l'OPRA et par une gestion très libre de ce capital dans des limites inférieures à 10 % de celui-ci.

- En ce qui concerne l'OPRA, on peut en simplifier les modalités, notamment en réduisant les délais de la procédure (cf. II.A.2., p. 29)

  Il convient de noter en particulier que de toute évidence, le gage des créanciers n'est plus aujourd'hui le capital social mais l'actif net ou les fonds propres de la société, dans l'optique dynamique qui est celle des pays anglo-saxons notamment. Il y a, d'ailleurs, tout un chapitre du droit des sociétés à faire évoluer car basé sur une conception aujourd'hui anachronique.

  L'OPRA qui, d'une certaine façon, est une opération symétrique d'une augmentation de capital verrait ainsi ses modalités se rapprocher de celles des autres grandes opérations du marché financier.

  Ainsi harmonisée avec les autres offres publiques, elle pourrait aussi être utilisée comme contre-offre en cas d'OPA dans le respect des règles du Conseil des marchés financiers.

- Jusqu'à 10 % du capital, et pour autant que les acquisitions suivies d'annulation n'aient pas pour effet **d'abaisser les capitaux propres à un montant inférieur à celui du capital augmenté des réserves non distribuables**, les entreprises

COB

recevraient la liberté de gérer un plan d'achat d'actions d'une durée de dix-huit mois, c'est-à-dire d'acheter en passant par le marché, de vendre, d'apporter, d'annuler, conformément à la directive européenne de 1976. Ce plan serait autorisé et solennisé par une Assemblée Générale Ordinaire (pour bien marquer le côté non exceptionnel de la gestion du capital ainsi créée) et ses modalités feraient l'objet d'une note d'information approuvée par la COB. Cette gestion du capital aurait plusieurs objectifs :

– Elle permettrait de faire face au jeu des stocks-options délivrées par la société.

– Elle autoriserait l'annulation d'une partie du capital racheté généralement pour distribuer aux actionnaires une trésorerie sous-employée. Dans cette hypothèse, comme on le verra, les projecteurs seraient braqués sur l'évolution de la trésorerie nette de la société ou de son endettement. L'annulation des actions, autorisée préalablement par l'assemblée générale extraordinaire, se ferait par un jeu d'écritures comptables, en toute transparence par rapport aux marchés financiers, au travers d'une information du CMF et d'un communiqué. Il serait recommandé aux entreprises de procéder à ces annulations à l'échéance du plan de 18 mois, ou à la clôture de l'exercice social. Mais il ne serait pas interdit à une société d'annuler les titres à un moment qui lui paraîtrait plus propice.

– Elle pourrait se traduire par un apport des actions rachetées à des opérations publiques, initiées par les sociétés, mais à la condition que la société n'ait pas prémédité une opération spécifique au moment du lancement du plan de rachat ou dans un délai d'un an minimum avant l'opération d'échange, ceci afin d'éviter toute manipulation de cours.

- L'interdiction de procéder à des rachats en présence d'obligations échangeables et de bons de souscription d'actions serait levée.

- OPA et rachats d'actions pourraient cohabiter.

- La procédure particulière de régularisation de cours serait supprimée.

  Dans la pratique, elle se traduit très souvent par des opérations de soutien de cours ou de création de liquidité sur un marché qui en est insuffisamment doté. Une telle procédure n'existe pas aux États-Unis où on interdit aux entreprises de peser sur l'évolution de leur cours au travers de modalités très strictes de rachat au quotidien de leurs actions.

  Les entreprises pourront continuer à régulariser leur cours de bourse dans le nouveau cadre général proposé sans que ces opérations fassent désormais l'objet d'un encadrement spécifique.

- Les actions rachetées perdraient droit de vote et droit aux dividendes.

Ce sont des modalités de cette nature que je propose ci-après afin, là encore, d'éviter toute manipulation. Bien entendu les entreprises seront tentées de se conférer une autorisation très générale dans le cadre de l'Assemblée Générale initiatrice de

COB

l'opération. Mais l'on constate une nette tendance à une plus grande vigilance des actionnaires sur ces résolutions générales et l'on peut supposer que les entreprises qui choisiront de faire un usage maximal des nouvelles souplesses offertes subiront la sanction d'actionnaires **disposés à abandonner leur pouvoir à des sociétés affichant une stratégie précise de gestion de leur capital mais désireux de sanctionner les autres. C'est également aux actionnaires et au marché qu'il faudrait faire confiance pour refuser ou sanctionner d'éventuelles répétitions de programmes de rachats[1] se traduisant au total par une réduction de capital de nature structurelle.**

La transparence et l'égalité de traitement seraient respectées au travers d'informations ponctuelles à l'occasion de toutes les phases de concrétisation du programme de rachat d'actions, ainsi que d'une évocation précise du stock et des flux de ces actions pendant l'année écoulée dans le rapport annuel des sociétés.

Concernant l'obligation de déclaration des franchissements de seuil, cette obligation resterait applicable aux franchissements de seuil passifs.

Il conviendrait en outre de veiller à ce que la technique de la réduction de capital n'ait pas d'effet pervers, par exemple celui de faire évoluer le contrôle d'une société sans dépôt d'une offre. Les actionnaires significatifs qui pourraient craindre d'être conduits involontairement à des franchissements de seuil non souhaités auraient la possibilité de céder leurs titres devenus excédentaires. Ils auraient également des obligations de déclaration de leurs intentions vis-à-vis des opérations de rachat et d'annulation d'actions, lors du lancement de l'opération et à l'occasion de tout mouvement significatif de leurs participations.

Enfin, en contrepartie de la souplesse ainsi offerte, les entreprises se verraient **ôter toute possibilité de rachat de leurs actions par des filiales ou sous-filiales.**

Lors d'une OPRA, la société pourrait émettre des bons de rachat qui auraient le double mérite d'assurer une meilleure égalité de traitement entre les actionnaires et de résoudre le problème des rompus. Mais il serait fortement suggéré aux émetteurs de ces titres de ne pas en compliquer le jeu comme leurs banquiers-conseils en ont parfois la tentation, **car il est de plus en plus évident que la complexité croissante des produits émis sur les marchés financiers ne permet plus le respect des principes de transparence et d'égalité de traitement, du côté notamment des petits porteurs qui ne sont souvent plus en mesure de comprendre la nature de schémas seulement lisibles par de rares professionnels.**

S'agissant de la fiscalité des opérations d'annulation de titres, il est clair que le rachat au fil de l'eau proposé, la création de bons de rachat, le traitement des opérations au sein des banques dépositaires et le passage par le marché en cas d'OPRA (encouragée par les initiateurs de celles-ci) plaident en faveur d'une règle simple et claire qui serait celle d'une imposition au régime des plus-values, conforme d'ailleurs à l'arrêt Gardet. Cette qualification qui s'appliquerait en application du principe de cohérence aussi bien aux personnes morales qu'aux personnes physiques devraient permettre le maintien pour les sociétés du régime mère-fille qui a plus

[1] En tout état de cause, sur une période de dix-huit mois, les rachats effectués dans le cadre de programmes ne pourront excéder 10 % du capital.

généralement pour objectif d'éviter une double imposition (cf. II.A.4., p. 34).

Rappelons que les dispositions actuelles en matière de réduction de capital et de rachat d'actions s'appliquent uniformément à toutes les sociétés, qu'elles soient cotées ou non, avec des prescriptions spécifiques pour les opérations boursières. Les propositions du présent rapport se traduiront essentiellement, pour les sociétés non cotées, par les simplifications portant sur les délais de consultation des commissaires aux comptes et des créanciers lors des réductions de capital de plus de 10 %. L'égalité de traitement des actionnaires sera toujours de rigueur.

2. Simplifier l'OPRA

La nécessité d'utiliser la procédure de l'offre publique de rachat d'actions serait maintenue pour les opérations visant à réduire de plus de 10% le capital social (sans que l'OPRA soit interdite en deçà). Au delà de ce seuil, l'opération prend en effet une dimension particulièrement significative qui lui donne un caractère plus structurel dans la vie de la société. Dès lors, le formalisme de l'OPRA paraît approprié dans son principe. Néanmoins, la procédure actuelle de l'OPRA est particulièrement longue et contraignante (cf. point I.B.1.a), p. 14) et il paraît possible de l'alléger sans porter atteinte aux droits des différentes parties impliquées.

Rappelons que l'offre publique de rachat d'actions requiert :

- la transmission du projet aux commissaires aux comptes quarante-cinq jours avant la date de l'assemblée générale extraordinaire ;
- la délibération de l'assemblée générale extraordinaire à la majorité des deux tiers des voix des actionnaires présents ou représentés ;
- la publication au Bulletin des annonces légales obligatoires de l'avis d'achat ;
- le respect du délai d'opposition des créanciers fixé par l'article 180 du décret de 1967 à trente jours à compter de la date du dépôt au greffe du tribunal de commerce du procès-verbal de délibération de l'assemblée générale extraordinaire;
- une période de rachat proprement dite qui ne peut être inférieure à trente jours.

Plusieurs aménagements pourraient être apportés à cette procédure dans le souci principalement d'en réduire les délais.

a) L'information des commissaires aux comptes

La nécessité d'informer les commissaires aux comptes quarante cinq jours avant la tenue de l'AGE pourrait être supprimée et remplacée par l'obligation d'adresser le rapport spécial qui est établi sur l'opération envisagée, quinze jours avant la date de l'assemblée générale.

b) La diminution du délai d'offre

Le délai d'offre fixé à trente jours est paradoxalement plus long que celui fixé pour les offres publiques simplifiées (dix à quinze jours de bourse), délai sur lequel il devrait être aligné.

COB

Pour les sociétés non cotées, l'assemblée générale devrait pouvoir fixer librement ce délai comme c'est déjà le cas pour une augmentation de capital.

c) La consultation des créanciers

De façon générale, le capital social est traditionnellement présenté comme le « gage des créanciers » et cela justifie la méfiance de la loi à l'égard de toute mesure pouvant y porter atteinte. Cette analyse est en réalité largement infondée.

Cette notion est apparue au XIXe siècle avec la société de capitaux, la responsabilité de l'associé devenant limitée au montant de son apport. Les créanciers n'ayant plus la possibilité de poursuivre l'associé sur son propre patrimoine, la garantie qui leur restait était considérée comme se limitant au capital social. Ceci explique que le capital social soit constamment au centre des préoccupations du législateur, tant à l'origine de la vie sociale qui s'organise autour du capital en formation, que durant l'existence de la société au cours de laquelle sont réprimées civilement et pénalement toutes les opérations portant atteinte à la garantie des créanciers. Cette conception se traduit théoriquement par un double principe d'intangibilité et de fixité du capital social. Elle imprègne également le droit communautaire, mais est complètement étrangère aux droits anglo-saxons qui admettent la variabilité du capital social.

En réalité, cette garantie est bien illusoire car elle ne peut empêcher que l'actif social ne disparaisse à la suite de pertes répétées ou que son montant ne descende bien en deçà du capital social. La réalité de la vie des affaires montre à l'évidence **que c'est l'actif social (les fonds propres ou l'actif net) qui constitue le gage effectif des créanciers puisque seul il représente les biens saisissables[1].**

Dans ces conditions, il paraît justifié de maintenir un droit de regard des créanciers sur toute mesure qui pourrait avoir pour effet de compromettre leurs intérêts dans la vie de la société. C'est pourquoi le délai d'opposition offert par la loi aux créanciers lorsque la société envisage de réduire son capital paraît devoir être maintenu car il présente une garantie réelle pour les créanciers. Tout au plus pourrait-il être réduit (par exemple à vingt jours au lieu de trente) de façon que la durée totale de l'OPRA soit normalisée par rapport aux autres opérations d'offres publiques.

En pratique, l'offre est la plupart du temps lancée avant l'obtention de l'accord des créanciers mais avec une condition suspensive prévoyant le refus éventuel des créanciers. Le recours au juge, habituellement prévu par le droit des sociétés, est toutefois important puisqu'il permet aux créanciers qui pourraient être lésés par l'opération de faire valoir leurs droits. En effet, si le juge accueille l'affiliation, la procédure de réduction du capital est immédiatement interrompue jusqu'à la constitution de garanties suffisantes ou jusqu'au remboursement des créances (article 216).

Il est à noter que la levée de l'interdiction de procéder à des rachats d'actions en

[1] Sauf dans les sociétés en difficulté, l'actif net est bien évidemment supérieur au capital social. En tout état de cause, la réforme proposée ne permettrait pas à une société – comme cela a été indiqué ci-dessus p. 26 – de réduire ses fonds propres à un niveau supérieur au capital social majoré des réserves non distribuables.

présence d'obligations convertibles plaide pour le maintien de cette protection : les porteurs d'obligations convertibles doivent pouvoir bénéficier de cette garantie comme tout autre créancier, même si de façon générale, le rachat d'actions sera pour eux avantageux (ils bénéficieront comme les actionnaires de l'effet relutif). On verra plus loin le mécanisme spécifique envisagé à cet effet.

Enfin, les créanciers devraient bénéficier par ailleurs de la transparence qui devra entourer ces opérations en particuliers sur le mode de financement de l'opération de rachat et sur l'effet de celle-ci sur la solvabilité de la société (cf. II.B.2., p. 39).

3. Supprimer l'interdiction de procéder à des réductions de capital tant que des obligations convertibles en actions, des obligations échangeables en actions ou des bons de souscription d'actions sont en cours de validité

Une demande forte des émetteurs porte sur la levée de l'interdiction faite à une société de procéder à une réduction de capital non motivée par des pertes tant que des valeurs mobilières donnant accès à son capital sont en circulation.

a) L'interdiction actuelle

La loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 interdit en effet expressément aux sociétés ayant émis des obligations avec bons de souscription d'actions, des obligations convertibles en actions ou des obligations échangeables en actions de procéder à une réduction de capital par voie de remboursement tant que de telles valeurs mobilières sont en cours de validité. Cette interdiction figure aux articles 194-4 alinéa 1er, 195 alinéa 5 et 206 alinéa 1er de la loi.

Le non-respect de cette interdiction est sanctionné par les articles 450 et 451 de la même loi de 1966. Une amende de 120 000 F est prévue pour le président, les administrateurs ou les directeurs généraux d'une société anonyme qui, en cas d'émission antérieure d'obligations avec bons de souscription ou d'obligations convertibles en actions ou d'obligations échangeables en actions, auront réduit le capital, tant qu'il existe des bons de souscription en cours de validité ou des obligations convertibles ou avant que toutes les obligations échangeables aient été échangées ou appelées au remboursement. Une peine d'emprisonnement de cinq ans et une amende de 500 000 F est prévue pour ceux qui auront commis les infractions précédentes en vue de priver soit les actionnaires ou certains d'entre eux, soit les titulaires ou porteurs de bons de souscription ou d'obligations convertibles ou échangeables ou certains d'entre eux, d'une part de leurs droits dans le patrimoine de la société.

Cette interdiction, qui remonte au décret n° 53-811 du 3 septembre 1953, est motivée par le principe de fixité du capital social et la défense des droits des obligataires considérés comme des actionnaires potentiels. Dès lors que la protection des intérêts de ces derniers est assurée, du fait de l'obsolescence de ce principe, elle n'est plus justifiée et, partant, doit être levée.

Un certain nombre d'opérations – émission d'actions en numéraire, incorporation au capital de réserves, bénéfices ou primes d'émission, distribution de réserves en

espèces ou en titres de portefeuille, émissions de nouveaux bons de souscription, obligations convertibles en actions ou obligations échangeables en actions – modifient la structure des capitaux propres immédiatement ou à terme et sont d'ailleurs néanmoins permises actuellement. Pour ces opérations, la protection des intérêts des actionnaires potentiels est assurée non par leur interdiction formelle mais soit en permettant à ces actionnaires potentiels de souscrire à titre irréductible ou de recevoir des espèces ou des titres distribués dans les mêmes quantités ou proportions ainsi qu'aux mêmes conditions, sauf en ce qui concerne la jouissance, que s'ils avaient été actionnaires, soit par un ajustement des conditions de souscription fixées à l'origine.

L'interdiction formelle de réduire le capital tant que des obligations convertibles en actions, des obligations échangeables en actions ou des bons de souscription d'actions sont en cours de validité est vraisemblablement motivée par le fait que la diminution des capitaux propres résultant de la réduction du capital ne bénéficierait qu'aux détenteurs actuels du capital alors que les porteurs d'obligations convertibles ont un droit virtuel sur eux, que le décaissement occasionné par ces opérations réduit d'autant le gage des obligataires.

La jurisprudence a néanmoins consacré le fondement en droit de la transgression de cette interdiction en cas d'autorisation unanime des obligataires ou porteurs de bons, une partie à un contrat ayant toujours la faculté de renoncer à l'application d'une loi après la naissance de son droit dès l'instant où la règle d'ordre public transgressée n'a été édictée que pour la protection d'intérêts particuliers.

La loi de 1966 prévoit en outre qu'en cas de réduction de capital motivée par des pertes, les droits des titulaires de bons de souscription ou des porteurs d'obligations convertibles sont réduits comme s'ils étaient actionnaires. Cette disposition figure aux articles 194-4 alinéa 3 et 195 alinéa 6 de la loi. La réduction de capital étant néanmoins dans ce cas dictée par des contraintes économiques, l'application du principe d'égalité dans le malheur entre actionnaires réels et potentiels n'apparaît pas illégitime. En outre, la réduction des droits des titulaires de bons de souscription ou des porteurs d'obligations convertibles est dans la plupart des cas sans effet, ces épargnants, s'ils sont rationnels, n'étant pas enclins à devenir actionnaires d'une société financièrement affaiblie.

En cas de suppression de l'interdiction pour une société de racheter ses propres actions dans la limite de 10 % de son capital, les interdictions légales actuelles ne constitueraient pas un frein aux opérations ou aux programmes de rachat d'actions mais seulement à l'annulation des actions ainsi rachetées qui aurait pour effet de réduire le capital.

Cependant, dans le souci de ne pas pénaliser les sociétés ayant émis des bons de souscription, des obligations convertibles ou des obligations échangeables par rapport à des concurrentes qui seraient en mesure de distribuer de la valeur à leurs actionnaires par le biais de telles réductions, il convient de s'interroger sur les ajustements auxquels il pourrait être procédé sur ces valeurs mobilières et les éventuelles protections des intérêts de leurs porteurs qui pourraient être mises en place – de manière transitoire pour celles qui sont en cours de vie et dans les contrats pour celles qui seront émises à l'avenir – en contrepartie de la levée des interdictions figurant aux articles 194-4 alinéa 1er, 195 alinéa 5 et 206 alinéa 1er de la loi du 24 juillet 1966.

COB

b) La protection des intérêts des actionnaires potentiels

A première vue, une réduction de capital alors que des valeurs mobilières donnant accès au capital sont en cours de validité paraît paradoxale dans la mesure où les sociétés ayant émis de telles valeurs ont procédé à ces émissions parce qu'elles ne disposaient pas des fonds leur permettant de réaliser leurs projets d'investissement alors que les sociétés qui souhaitent procéder à des réductions de capital n'ont en général pas de projet où investir les excédents de trésorerie dont elles disposent.

En réalité, les contrats d'émission de ces valeurs mobilières ont une durée usuelle de plusieurs années pendant lesquelles l'environnement économique et financier de l'entreprise peut changer. Tant que la période d'amortissement anticipé au gré de l'émetteur n'est pas ouverte, il ne lui est pas possible de corriger les effets, notamment en matière de dilution, des émissions antérieures de ces valeurs mobilières.

1) La consultation des actionnaires potentiels

Actuellement, pour les titres obligataires donnant accès au capital (obligations convertibles et obligations échangeables), la loi prévoit la possibilité de soumettre à l'assemblée générale des porteurs toute proposition tendant à la modification du contrat et notamment un projet d'amortissement anticipé ou d'ouverture d'une période de conversion. En cas de suppression de l'interdiction pour une société de racheter ses propres actions dans la limite de 10 % de son capital, il pourrait, au titre de la protection des actionnaires potentiels, être imposé aux sociétés souhaitant procéder à une réduction de capital non motivée par des pertes de proposer à l'assemblée générale des porteurs un tel projet d'amortissement anticipé ou d'ouverture d'une période de conversion ou d'échange afin qu'ils puissent bénéficier soit de la prime de rachat offerte, soit de la relution induite par l'augmentation du bénéfice par action.

Pour les bons de souscription, la loi n'ayant pas prévu la possibilité de réunir en assemblée les porteurs de bons, il n'est pas possible de ménager leurs intérêts par le moyen de l'ouverture d'une période d'exercice sauf à introduire dans la loi cette possibilité de réunion en assemblée générale. Cette modification législative aurait pour avantage d'harmoniser la représentation collective des porteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital.

2) L'ajustement des droits des actionnaires potentiels

En tout état de cause, une meilleure protection des créanciers-actionnaires potentiels pourrait être assurée par un ajustement de leurs droits.

Un raisonnement simpliste fondé sur une apparente symétrie avec une augmentation de capital et par analogie avec le sort réservé aux actionnaires potentiels par les articles 194-4 alinéa 3 et 195 alinéa 6 de la loi du 24 juillet 1966 en cas de réduction de capital motivée par des pertes, pourrait laisser penser que les droits de ces actionnaires potentiels devraient être réduits de telle manière que chaque valeur mobilière qu'ils possèdent leur donne droit après réduction à la même fraction du

COB

capital que celle à laquelle elle leur donnait droit avant réduction. Sans ajustement, la réduction de capital bénéficiant aux actionnaires potentiels en augmentant leur poids éventuel dans le capital, il pourrait être envisagé à défaut de réduire leurs droits de les maintenir purement et simplement. Ils bénéficieraient ainsi de la même relution que les actionnaires restants.

En réalité, la compensation qui pourrait être offerte aux actionnaires potentiels en cas de réduction de capital devrait se faire en suivant un parallélisme avec celle qui est opérée en cas d'augmentation de capital avec droit préférentiel de souscription.

Dans ce dernier cas, l'attribution aux actionnaires anciens du droit préférentiel de souscription préserve leurs intérêts en compensant la dilution résultant de l'augmentation de capital par la distribution de la valeur du droit. Les actionnaires potentiels sont, eux, indemnisés de la distribution de richesse ainsi faite aux actionnaires réels par l'augmentation du nombre de titres de capital auquel donne accès leur valeur mobilière résultant de la multiplication par le coefficient d'ajustement suivant figurant à l'article 174-1 du décret du 23 mars 1967 :

$$\frac{\text{Valeur de l'action ex-droit + Valeur théorique du droit}}{\text{Valeur de l'action ex-droit}}$$

Ce coefficient repose sur une valorisation purement boursière des sociétés à l'exclusion de toute approche par la rentabilité, ce qui peut paraître paradoxal dans la mesure où il n'est pas interdit de penser que les entreprises qui lèvent des capitaux en faisant appel au marché entendent les affecter à des investissements relutifs pour les anciens actionnaires.

Quoi qu'il en soit, et bien qu'il soit probable que la plupart des rachats d'actions auront pour objectif d'améliorer la rentabilité du capital investi en augmentant le bénéfice par action, en transposant le raisonnement conduit pour les augmentations de capital, il convient d'indemniser les actionnaires potentiels de la distribution de richesse aux actionnaires réels opérée par le rachat d'une partie de leurs actions à un prix supérieur au cours de bourse si tel est le cas. Les droits des actionnaires potentiels doivent alors être ajustés de manière que la valeur des titres qui seraient obtenus en cas de conversion ou de levée d'option après la réalisation de l'opération de rachat soit égale à la valeur des titres qui auraient été obtenus en cas de conversion ou de levée de l'option avant cette opération. Le nombre d'actions auquel donnerait droit la valeur mobilière donnant accès au capital serait alors multiplié par le coefficient d'ajustement suivant :

$$\frac{\tau \text{ x Prix de rachat} + (1 - \tau) \text{ x Valeur en bourse de l'action avant le rachat}}{\text{Valeur en bourse de l'action avant le rachat}}$$

où τ est le pourcentage du capital racheté.

Il ressort clairement de cette formule que les rachats d'actions au cours de bourse ne devraient donner lieu à aucun ajustement. Ainsi, il serait justifié de ne pas procéder à un ajustement pour les rachats effectués dans le cadre des programmes de rachats jusqu'à 10 % du capital mais d'en prévoir un pour les rachats effectués selon la procédure de l'OPRA ou des bons de rachat.

COB

4. Lever l'obstacle fiscal

La forte pénalisation fiscale des personnes physiques participant aux offres publiques de rachat d'actions n'est justifiée ni économiquement ni juridiquement aujourd'hui. En effet, l'analyse qui la fonde supposant l'existence d'une distribution de revenu aux actionnaires n'est pas pertinente : pour l'actionnaire (et c'est bien cette optique qu'il faut avoir s'agissant d'un impôt à caractère personnel), il s'agit d'une opération en capital : les actions présentées au rachat sont des éléments de son patrimoine ou de son actif immobilisé et l'opération en cause a bien pour effet d'en faire sortir les titres en lui remettant la contre-valeur. La vente de ces titres à un tiers relève d'ailleurs du régime fiscal des plus-values.

Il est à noter que le régime actuel a été mis en place en 1967, à une époque où les plus-values n'étaient pas taxables. Aujourd'hui, s'il paraît normal que les gains réalisés dans le cadre de telles opérations soient fiscalisés, il serait beaucoup plus cohérent d'appliquer le régime des plus-values de cessions de titres. C'est d'ailleurs dans ce sens que semble trancher le Conseil d'État qui, à l'occasion du débat sur l'éventuelle application de l'avoir fiscal à ces opérations, a décidé dans l'arrêt GARDET de juillet 1992 (RJF 8-9 /o 92 n°o 1172) de les en exclure au motif implicite que ces opérations relèvent du régime des plus-values en capital et non de celui des distributions de revenu.

Toute une série d'arguments supplémentaires militent par ailleurs pour une application du régime fiscal des plus-values aux opérations de rachat d'actions :

- La création de bons de rachat d'actions : l'administration fiscale, qui ne s'est pas encore prononcée sur ce point, pourrait considérer que l'attribution des bons n'est pas constitutive d'un revenu distribué taxable entre les mains du bénéficiaire et que sa cession relève soit du régime des valeurs mobilières (art. 92 B du CGI) soit de celui des options négociables et bons d'actions (art. 150 nonies et decies). Si tel était le cas, la cession serait taxée au taux de 20,9 % en fonction d'un prix de revient nul. Il serait dès lors paradoxal de traiter différemment les ventes de bons et des ventes de titres ;

- La création d'une procédure nouvelle de rachat d'actions sur le marché en deçà de 10% du capital sans passer par une OPRA entraînerait une situation à la fois étrange et inéquitable : les personnes physiques se verraient taxées en plus-values dans ce cadre et subiraient au contraire une fiscalité plus lourde fondée sur une autre analyse (distribution de revenus) pour une opération économique strictement identique réalisée par le biais d'une OPRA, au delà de 10% du capital.

  Rappelons que ce paradoxe existe déjà actuellement lorsque les personnes physiques tentent d'échapper à la taxation liée à l'OPRA en vendant leurs titres sur le marché ou à un intermédiaire (cf. I.B.2., p. 20).

- Les non-résidents sont taxés selon un taux forfaitaire (dont le montant varie en fonction de conventions fiscales internationales) ;

COB

- Le régime fiscal actuel pose enfin des difficultés pratiques difficilement surmontables pour les établissement bancaires qui doivent distinguer entre les cessions de titres celles qui relèvent du régime de l'OPRA et les autres. Cette distinction suppose notamment le croisement de deux chaînes de traitement informatiques normalement étrangères l'une à l'autre : traitement uniforme pour tous les clients en matière de revenu sur la base d'informations propres à la valeur et traitement individuel sur la base de données propres au client avec historiques pour les opérations plus-values. On peut d'ailleurs s'interroger sur la réalité actuelle de ce suivi…

L'application du régime fiscal des plus-values aux opérations de rachat d'actions permettrait d'éviter la pénalisation fiscale que subissent actuellement les personnes physiques. La transposition de cette analyse aux personnes morales (et on ne voit pas comment l'analyse de l'opération et donc le régime fiscal qui en découle pourrait être différente selon que l'actionnaire est une personne physique ou une personne morale), pourrait cependant conduire à substituer une plus-value taxable à un gain actuellement exonéré dans le cadre du régime « mère-fille » (cf. I.B.2., p. 20). Les conséquences d'un tel changement devraient cependant être relativement limitées dans la mesure où seules sont aujourd'hui exonérées les entreprises qui bénéficient de ce régime « mère-fille ». Par ailleurs, les entreprises ou établissements financiers qui prennent des participations minoritaires le font parfois à l'aide de véhicules bénéficiant eux mêmes d'un régime fiscal de faveur (sociétés de capital-risque, fonds communs de placement à risque…etc). Toutefois, il ne serait sans doute pas anormal de prolonger l'exonération actuelle du régime « mère-fille » dont la vocation générale est de ne pas imposer au niveau de la société mère ce qui a été imposé chez la filiale, aux gains en capital réalisés dans le cadre des rachats d'actions.

Une modification de la doctrine fiscale pourrait être envisagée sur ces bases sauf à ce qu'une disposition législative tranche définitivement la question. Il est probable qu'une libéralisation des rachats d'actions ainsi favorisée se traduirait par des rentrées fiscales supplémentaires non négligeables du fait du plus grand nombre des rachats et de la plus grande animation du marché.

5. Le sort des titres rachetés

Quels que soient les motifs des rachats d'actions, la limite actuelle de l'autocontrôle prévue par la loi de 1966 devrait être maintenue. Une entreprise ne devrait par conséquent jamais posséder plus de 10% de son propre capital.

Sous cette réserve générale, la nouvelle législation devrait permettre aux entreprises ayant procédé à un rachat d'actions de choisir entre trois possibilités : annuler les titres, les attribuer aux salariés dans le cadre de l'épargne salariale ou de plans de stock options ou les conserver et les revendre éventuellement ensuite.

a) L'annulation des titres

Lorsqu'elle procédera à des rachats jusqu'à 10 % du capital, l'entreprise pourra procéder ou non à l'annulation des titres conformément à la législation en vigueur. En cas d'annulation, l'effet relutif attendu de l'opération pourra jouer à plein, aucune

incertitude ne demeurant sur le sort des titres rachetés. Pour les programmes de rachat jusqu'à 10 % du capital, les titres pourraient être annulés, soit à intervalles discrets, soit à la clôture de l'exercice, de façon à éviter la présence au bilan de titres en autocontrôle, soit au terme du plan de dix-huit mois. Ces annulations se résumeraient à de simples jeux d'écritures comptables en cas de délégation par l'assemblée générale extraordinaire au conseil d'administration ou au directoire des pouvoirs pour les réaliser et pour modifier corrélativement les statuts.

b) Les titres rachetés dans le cadre de l'épargne salariale

La législation actuelle serait maintenue dans ce cas : les titres doivent être attribués dans un délai d'un an à compter de leur acquisition.

c) La réutilisation des titres rachetés

Actuellement, les titres ne peuvent être « réutilisés » que dans le cadre de la « régularisation de cours ». La loi du 8 août 1994 prévoit en effet que ces actions peuvent sortir du patrimoine de la société par tous moyens, que ce soit une cession, un échange ou même une affectation à la réserve de participation. Les titres qui sont conservés par la société sont traités comptablement comme s'ils étaient annulés : ils sont privés de droit de vote et de dividende.

La nouvelle législation devrait permettre aux entreprises qui décident de ne pas les annuler, d'utiliser les titres rachetés notamment pour procéder à une acquisition ou à un échange par remise de titres comme c'est le cas aux États-Unis. Cette possibilité pourrait cependant faire craindre certains abus : remise des titres à des sociétés amies, risque de dilution pour les actionnaires, possibilité de replacer les titres sur le marché sans passer par la procédure protectrice d'émission (le reclassement des titres revient en effet à une augmentation de capital sans les garanties apportées aux actionnaires par la procédure normale notamment le droit préférentiel et le délai de priorité), financement d'acquisitions sans respecter la procédure des apports en nature.

Afin de supprimer ces risques, il serait nécessaire que la plus grande transparence existe quant au sort des titres rachetés. C 'est pourquoi l'entreprise devrait être contrainte d'informer les actionnaires et le marché de l'exacte situation des titres autodétenus, et cela régulièrement (cf. II.B.2., p. 39).

Par ailleurs, il est proposé d'interdire, comme c'est le cas aux États-Unis, qu'une opération soit financée à l'aide des titres rachetés dans le délai d'un an après leur acquisition, de façon à éviter ce qui constituerait de toute évidence une utilisation anormale de la procédure de rachat.

Le traitement comptable des actions rachetées ne différerait pas de celui qui a cours aujourd'hui. La comptabilisation des titres rachetés dépend de la décision d'affectation de ces titres. Si les actions ont vocation à être conservées pour être redistribuées ou revendues (pour faire face à des plans d'options d'acquisitions par les salariés, pour régulariser le cours de bourse, pour servir de terme d'échange dans une acquisition, ...), du fait de leur caractère de titre de placement, elles doivent être inscrites au débit du compte 502 « actions propres ». Le cas échéant, une mention doit indiquer dans l'annexe l'indisponibilité de ces titres en raison de leur finalité

d'affectation. En clôture d'exercice, une provision pour dépréciation doit être constatée si la valeur d'inventaire constituée par le cours de bourse moyen pondéré du dernier mois avant la clôture est inférieure au prix d'achat.

Si les actions ont vocation à être annulées, elles doivent être inscrites au compte 277 « actions propres ou parts propres ».

B. Un dispositif qui doit être encadré et moralisé

Si les propositions contenues dans le présent rapport visent à offrir aux entreprises cotées une plus grande liberté dans la gestion de leur capital, la philosophie générale dont elles s'inspirent s'inscrit en rupture avec celle de la législation et de la réglementation actuelle. Ainsi, les dérogations aujourd'hui tolérées aux principe général d'interdiction pour une entreprise de racheter ses propres actions sont motivées, l'une, par le sort des actions rachetées (intéressement des salariés aux résultats de l'entreprise) sans que soient encadrées les modalités de rachat, l'autre, par la protection de l'épargne (réduction de la fluctuation excessive des cours) sans préoccupation du sort des titres rachetés. Cette disparité est la conséquence directe du régime d'exceptions.

Les propositions du présent rapport reposent sur une motivation systématique des rachats par le devenir des titres rachetés (annulation, distribution aux salariés ou conservation) et sur un encadrement général des rachats par des règles strictes visant à contrarier les velléités de manipulation de cours.

1. Encadrer la procédure de rachat sur le marché

Les règles d'encadrement des modalités de rachat des actions ou, plus généralement, d'intervention en bourse d'une société sur ses propres titres devraient porter sur le volume quotidien d'intervention, le prix de chaque transaction et, pour les titres cotés en continu, les moments d'intervention au cours d'une séance de bourse.

a) Le volume quotidien d'intervention

La limitation du volume quotidien d'intervention est un bon moyen d'empêcher qu'un émetteur mettant en œuvre un programme de rachat ne pèse trop sur le cours de son titre. Une limite de 25 % de la moyenne des volumes quotidiens traités sur une période de référence paraît suffisamment protectrice. Cette limite figure d'ores et déjà dans le règlement n° 90-04 relatif à l'établissement des cours au sein de la seconde section consacrée aux interventions des sociétés sur leurs propres titres dans le cadre de la régularisation des cours.

Il faudrait en toute rigueur exclure du calcul de la moyenne des volumes quotidiens des titres échangés les transactions où l'émetteur est partie prenante. Un souci de simplicité conduit à proposer en fin de compte de retenir le volume total des

transactions pour le calcul de la limite de 25 %.

En outre, il n'apparaît pas légitime d'interdire à un émetteur d'acquérir, dans le respect de la réglementation applicable, un bloc de ses propres titres. La règle concernant le volume quotidien maximal d'intervention ne jouerait pas en matière d'achats de blocs. En revanche, il serait justifié d'interdire aux émetteurs les transactions de blocs à un prix supérieur au prix du marché.

b) Le prix des transactions

Les cas où un émetteur aurait intérêt à voir le cours de son titre baisser sont rares. C'est d'ailleurs ce que révèle l'analyse des interventions effectuées en « régularisation » des cours qui, en dehors de quelques exceptions notables, consistent dans la plupart des cas exclusivement en des rachats, les apparentant ainsi davantage à des soutiens de cours qu'à des réductions de fluctuations excessives. Il en résulte que seules les positions acheteuses à la hausse doivent être interdites.

La règle figurant dans le règlement 10b-18 de la SEC qui stipule qu'un émetteur ne peut, à l'achat, offrir un prix supérieur au plus élevé du prix de la dernière transaction et de la dernière offre d'achat proposée par un donneur d'ordre indépendant paraît pouvoir être reprise dans son intégralité.

c) Les moments d'intervention

Pendant une séance de bourse, plusieurs cours revêtent une importance particulière : le premier cours de la séance, le cours qui suit immédiatement une suspension individuelle ou générale des cotations ou une réservation du titre, le cours de compensation d'un produit dérivé dont le titre est sous-jacent et, enfin, le cours de clôture.
La rigueur exigerait d'interdire aux sociétés réalisant des programmes de rachat de concourir à la formation de tous ces cours. Pour certains d'entre eux, cours d'ouverture ou de reprise des cotations après une suspension ou une réservation, il suffit à ces entreprises de n'être pas présentes sur le carnet d'ordre. Pour les autres, la question est plus délicate.

Nul ne peut en effet prévoir à quelle heure interviendra le dernier cours sur un titre lors d'une séance de bourse. Il serait toujours possible d'imposer aux émetteurs de ne pas intervenir sur leur titre pendant un délai de dix minutes ou un quart d'heure précédant l'heure de la dernière cotation intervenue le plus tôt sur une période de référence. Un délai, uniforme pour toutes les sociétés, d'une demi-heure précédant l'heure de clôture de la séance de bourse apparaît plus simple et suffisamment protecteur dans la mesure où un titre dont la dernière cotation interviendrait systématiquement avant ce délai présenterait une liquidité témoignant d'une désaffection qui serait inhabituelle pour une société possédant la structure financière lui permettant de lancer un programme de rachat.

De la même manière, l'influence sur un cours de compensation peut revêtir des formes multiples et il apparaît préférable de la prohiber d'une façon générale en laissant le soin à la jurisprudence, par la condamnation des abus, de fixer les limites de cette notion.

COB

Enfin, pour éviter toute suspicion de délit d'initié, il pourrait être opportun d'imposer aux sociétés de s'abstenir d'intervenir sur leurs titres pendant les périodes sensibles que constituent les quinze jours précédant l'annonce des résultats annuels ou semestriels ou préalablement à tout événement de nature à avoir une influence sur le cours de bourse.

2. Assurer la transparence des opérations

La liberté offerte aux entreprises par les propositions du présent rapport en matière de rachat d'actions portant sur une quantité inférieure à 10 % du capital a pour nécessaire contrepartie la plus grande transparence et l'égalité de traitement des actionnaires. Il convient donc d'encadrer les programmes de rachat par une procédure offrant toutes les garanties sur ces deux points.

La mise en œuvre d'un programme de rachat d'actions devra en premier lieu faire l'objet d'une **autorisation spécifique de l'assemblée générale des actionnaires**. Un tel programme s'inscrivant dans une perspective de gestion courante, l'autorisation semble devoir relever de l'assemblée générale ordinaire. La résolution présentée au vote précisera, outre son propre délai de validité, le nombre de titres que l'émetteur se propose de racheter, le sort des actions effectivement rachetées et la durée envisagée du programme de rachat.
En outre, préalablement à l'assemblée générale invitée à voter cette résolution, une **note d'information soumise au visa de la Commission des opérations de bourse** devra être établie et diffusée. Cette note d'information précisera la répartition du capital de la société faisant apparaître les titres détenus par la société elle-même et par les sociétés qu'elle contrôle ou qu'elle est présumée contrôler au sens des articles 354 à 355-2 de la loi du 24 juillet 1966, les motivations du programme de rachat, le nombre et les caractéristiques des titres que la société se propose d'acquérir, la durée du programme de rachat, les modalités du financement du programme de rachat et son incidence sur la structure financière bilantielle et les résultats de la société, les intentions de l'actionnaire de contrôle ou de l'actionnaire de référence de la société, le sort des actions rachetées. Dans le cas où, au moment du lancement du programme de rachat proprement dit, des modifications sensibles seraient intervenues par rapport à la situation décrite dans la note soumise à l'assemblée générale, une note complémentaire devrait à nouveau être soumise au visa de la Commission des opérations de bourse et diffusée.

Au fur et à mesure de l'avancement du programme de rachat, des **déclarations** devront aussi être faites simultanément au Conseil des marchés financiers et à la Commission des opérations de bourse et des **communiqués** devront être publiés par la société. Ces déclarations qui pourraient être mensuelles ou trimestrielles porteront sur les stocks et les flux d'actions ainsi que sur les coûts moyens d'acquisition.

Les actionnaires détenant plus de 10 % du capital et les dirigeants devront déclarer à la société les transactions qu'ils auront réalisées qui seront rendues publiques par la société.

Les annulations de titres détenus devront enfin faire également l'objet des mêmes

COB

déclarations et de la même publicité.

Les franchissements de seuils passifs résultant de la privation de droit de vote des titres rachetés seront déclarés par les intéressés.

Il sera par ailleurs recommandé aux société qui publient un rapport annuel de prévoir un paragraphe consacré aux rachats d'actions décrivant notamment les flux et les stocks d'actions rachetées, leur coût moyen d'acquisition et les transactions réalisées par les actionnaires détenant plus de 10 % du capital et les dirigeants de la société.

3. Interdire les pratiques de contournement

a) Interdire le recours à un tiers

Gênées par la lourdeur et l'inadaptation de la législation en vigueur, les entreprises ont cherché à trouver par différentes voies une solution permettant de contourner les difficultés (cf. I.C., p. 21). Parmi ces voies, deux d'entre elles devraient être résolument interdites si une nouvelle législation voyait le jour permettant de libéraliser les rachats d'actions. Ce sont celles par lesquelles les sociétés ont recours à un tiers :

- les montages permettant de contourner l'interdiction pour une société **d'accorder des prêts en vue de l'achat de ses propres titres.** Sur ce point, la législation pourrait éventuellement être renforcée de façon à interdire explicitement tout prêt direct *ou indirect* consenti à cette fin par la société. Il est vrai toutefois que la libéralisation de la législation devrait rendre totalement inutiles de tels montages ;

- **le rachat par le biais d'une filiale ou sous-filiale** devrait également être prohibé explicitement par la loi (l'article 217 de la loi de 1966 n'interdit pas à proprement parler les rachats *indirects*). Les rachat effectués par le biais de sous-filiales présentent en effet des inconvénients tels, y compris pour les sociétés elles-mêmes (cf. point I.C., p. 22), que l'existence d'une nouvelle législation en matière de rachats d'actions justifierait d'y mettre fin.

b) Autoriser, sous certaines conditions, le recours aux bons de rachat

Le recours aux bons de rachat d'actions présente en effet des avantages intrinsèques qui pourraient entraîner leur développement même après une libéralisation de la procédure de rachat d'actions. Néanmoins, une trop grande complexité devrait être découragée dans ce domaine car elle se traduit inévitablement par un manque de transparence pour le marché et en particulier les petits porteurs.

1) Les bons de rachat d'actions présentent de nombreux avantages :

- **La conformité au principe d'égalité de traitement des actionnaires**

  L'attribution gratuite de bons à raison d'un par action détenue et l'émission de bons de rachat avec droit préférentiel de souscription respectent à l'évidence le principe d'égalité figurant dans la loi de 1966 et le décret de 1967.

COB

Ces deux méthodes résolvent en outre la question de la dissymétrie introduite par l'OPRA entre les actionnaires de la société en termes de valorisation. Dans une OPRA, les actionnaires qui apportent leurs titres à l'offre bénéficient en effet de la prime offerte par rapport au cours de bourse et ceux qui ne les apportent pas de la relution due à l'augmentation du bénéfice par action. Le caractère négociable des bons permet aux actionnaires de la société qui souhaitent le rester de bénéficier de la distribution de valeur liée à l'opération de rachat, soit immédiatement et en espèces en cas d'attribution gratuite des bons, soit en conservant cette richesse à l'intérieur de la société en cas de vente de ces bons par la société.

- **L'amélioration de la fluidité**

L'impossibilité de prévoir le taux de réduction qui sera appliqué et le fait qu'il puisse être éventuellement très élevé dans le cas des OPRA peuvent être dissuasifs pour les actionnaires qui s'interrogent sur l'opportunité d'apporter leurs titres à l'offre.

La liquidité des bons due à leur cotation permet à ceux qui souhaitent conserver leurs actions de céder facilement ces bons et à ceux qui souhaitent réaliser la totalité de leur participation à l'occasion de l'opération de rachat d'acquérir la quantité de bons leur évitant toute réduction.

- **La suppression du problème des rompus**

Dans l'hypothèse de l'OPRA, au cas où le nombre d'actions apportées au rachat est supérieur au nombre d'actions à racheter décidé par l'assemblée générale, l'article 183 du décret du 23 mars 1967 stipule qu'il est procédé, pour chaque actionnaire vendeur, à une réduction proportionnelle au nombre d'actions dont il justifie être propriétaire ou titulaire. Cette réduction entraîne inévitablement l'apparition de rompus. Le caractère négociable des bons permet à chaque actionnaire d'obtenir *in fine* par acquisition ou cession le nombre de bons correspondant au nombre exact de titres qu'il souhaite apporter au rachat et résout ainsi élégamment ce problème.

2) Néanmoins, la modification du rôle des autorités de marché qu'elle induit et ses effets sur le marché de l'action sous-jacente justifient **cependant un encadrement** du mécanisme des bons de cession.

- **L'influence sur le marché de l'action sous-jacente**

Tout rachat d'actions se traduit *a priori* par une réduction de la liquidité du titre après l'opération. L'utilisation de bons de rachat devrait, elle, entraîner pendant la durée de vie des bons, du fait des couvertures mises en place par certains investisseurs, une augmentation de la liquidité et une réduction corrélative de la volatilité du titre sous-jacent ainsi qu'une convergence du cours de l'action vers le prix d'exercice du bon à l'échéance.

L'utilisation de bons de rachat d'actions permet un traitement parfaitement égalitaire de tous les actionnaires, une meilleure fluidité entre actionnaires à

COB

intentions et fiscalités différentes et une résolution élégante de la question des rompus.

- **La modification du rôle des autorités de marché**

Le recours aux bons de rachat modifie sensiblement les interventions du CMF et de la COB par rapport à la technique de l'OPRA car, bien que cette procédure revienne, pour la société, à faire une offre ouverte de rachat de ses actions à un prix donné avant une échéance fixée, elle n'entre pas dans le cadre formel de l'OPRA.

L'absence d'offre publique a pour conséquence que le CMF ne se prononce plus sur la recevabilité de l'opération et que la COB ne vise pas de note d'information sur le fondement du règlement n° 89-03.

Cette technique implique cependant l'admission des bons aux négociations sur un marché réglementé, ce qui conduit :

– à une décision d'admission de la SBF (article N.3.1.1. du règlement de la SBF) ;
– au visa d'un prospectus d'admission sur le fondement du règlement n°91-02 relatif à l'information à diffuser lors de l'admission à la cote officielle de valeurs mobilières et lors de l'émission de valeurs mobilières dont l'admission à la cote officielle est demandée.

Par rapport à la procédure de l'OPRA, la modification du rôle des autorités de marché réduit considérablement le contrôle du prix d'exercice des bons de rachat c'est-à-dire du prix de rachat des actions. Le prospectus d'admission à la cote des bons de rachat visé par la COB contiendrait certes une analyse permettant aux porteurs d'apprécier l'intérêt d'exercer leurs bons ou de les céder sur le marché. Mais pour éviter que le visa de la COB ne soit interprété comme une validation du prix proposé pour les actions rachetées, il pourrait être exigé qu'une attestation d'équité sur le prix proposé soit produite dans le prospectus comme pour une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire.

En outre, du fait de la convergence du cours de l'action vers le prix d'exercice du bon à l'échéance, afin d'éviter toute manipulation de cours, il convient d'interdire toute nouvelle attribution de bons avant l'échéance d'une première série de bons et la réalisation éventuelle de la réduction de capital correspondante. Pour la même raison et pour éviter que la spéculation ne conduise les sociétés à racheter leur propres actions à un prix déraisonnable en contradiction avec son intérêt social, l'utilisation de bons de rachat à un prix variable, présentant par exemple une prime de 10 % par rapport à une moyenne mobile de cours de bourse, doit être proscrite.

Enfin, si l'utilisation de bons de rachat venait à être utilisée comme moyen de défense par une société visée par une offre publique, il conviendrait que les bons utilisés ne puissent être utilisés qu'à une échéance fixe (bons à l'européenne et non à l'américaine) afin de pouvoir assurer la révocabilité des ordres en cas de contre-offre.

En résumé, l'utilisation de bons de rachat, qui peuvent être analysés comme l'inverse des droits préférentiels de souscription, présentant de nombreux avantages, il

convient de l'encourager tout en palliant les inconvénients qui y sont inhérents en :

- interdisant les dérives qui pourraient résulter de l'utilisation de bons de rachat trop complexes : prix d'exercice variables, ... ;
- interdisant les émissions nouvelles de bons de rachats tant que les bons antérieurs ne sont pas parvenus à échéance ;
- exigeant une attestation d'équité sur le prix d'exercice des bons ;
- veillant à ce que les bons utilisés par une société visée par une offre publique ne soient exerçables qu'à échéance fixe.

COB

CONCLUSION

La libéralisation proposée dans le cadre de la directive européenne de 1976[1] rend possible une gestion financière et économique des fonds propres des sociétés désormais nécessaire au niveau mondial en vertu du principe de cohérence des métiers[2] gérés par les entreprises et tout particulièrement en France en raison de la rareté du capital productif.

La réforme proposée a pour objectif d'assurer une meilleure allocation de l'épargne investie en actions et, parallèlement, de garantir une plus grande transparence des interventions des sociétés sur leurs propres titres.

Ainsi, les modalités d'encadrement de cette liberté permettraient aux marchés financiers français de moderniser et de moraliser des pratiques devenues parfois anachroniques.

Les réformes introduites pourraient aussi déboucher sur un nouvel élan de notre système boursier et de la place financière de Paris.

Bernard ESAMBERT

[1] Certains regretteront que cette souplesse ne puisse s'exercer qu'en deçà du seuil de 10 % fixé par la directive. Il appartiendra à un nouveau texte communautaire de relever éventuellement le seuil qui sépare les opérations structurelles des autres.

[2] dont les courbes d'apprentissage soient suffisamment proches pour que le parcours de l'une permette ensuite le parcours beaucoup plus rapide des autres, la mobilité du personnel s'en trouvant ainsi favorisée.

COB

RÉSUMÉ DES PROPOSITIONS

- Simplification de l'OPRA

- Jusqu'à 10 % du capital social, gestion financière et économique du capital autorisée

- dans le cadre de la transparence et de l'égalité de traitement des actionnaires

- suppression de la procédure particulière de régularisation de cours

- nouvelle procédure générale des interventions sur le marché en matière de rachats d'actions

- Possibilité de faire cohabiter des plans de rachat d'actions avec des émissions de valeurs mobilières non converties (OC, OEA, BSA) et avec des offres publiques d'achat

- Possibilité d'émettre des bons de rachat

- Interdiction du rachat d'actions par des filiales ou des sous-filiales

- Évolution de la fiscalité des rachats d'actions vers un régime de taxation en plus-values (avec maintien du régime mère-fille pour les personnes morales)

COB

ANNEXE 1

LISTE DES PERSONNES RENCONTRÉES

ADAM
Mme Colette NEUVILLE, Présidente

AFB
M. Patrice CAHART, Délégué Général
M. TRICOU, Direction des Affaires Bancaires

AFEP
M. Alexandre TESSIER, Directeur

Air liquide
M. Jean-Claude BUONO, Directeur financier
M. Pierre PERCEVAUX

ANSA
M. Philippe BISSARA, Délégué Général

Assemblée nationale
M. Didier MIGAUD, Rapporteur Général de la Commission des Finances

Groupe Bolloré
M. Jacques ROSSI, Directeur général

Ministère de la Justice - Chancellerie
M. Olivier DOUVRELEUR, Sous-Directeur
M. Matthias EMMERICH, Conseiller technique

Compagnie Générale des Eaux
M. François BASDEVANT, Chargé de mission à la direction juridique

CNPF
M. Jacques CREYSSEL, Directeur Général chargé des affaires économiques
M. Bernard FIELD, Président de la commission juridique, (Secrétaire Général de la Cie de Saint-Gobain)
M. François HENROT, Président de la commission financière (Associé-gérant de Rotschild & Cie)
M. Alain LANGLOIS, Directeur financier de Rhone Poulenc SA
Mme Agnès LÉPINAY, Directeur des affaires financières
M. Dominique LÉGER, Directeur Général du Crédit Commercial de France

Conseil des marchés financiers
M. René Barbier de la SERRE, président
M. Bertrand de MAZIÈRES, Secrétaire Général
Mme Marie-Joséphe VANEL, Secrétaire Général Adjoint

COB

Cabinet Darrois, Villey, Maillot et Brochier
M. Jean-Michel DARROIS, Avocat
M. Alain MAILLOT, Avocat

Crédit Commercial de France et « Club des 10 »
E. F. de LENCQUESAING,

Dynaction
M. Christian MORETTI, Président
M. Jean-François BIARD (Paribas)
M. Jean COEROLI (Banque San Paolo)
M.Philippe GINESTIE (Ginestié, Paley-Vincent & Associé)

Bureau Françis Lefebvre
M. Robert BACONNIER, Président
M. Alain COURET, Juriste
M. Renaud STREICHENBERGER, Avocat Associé

Ministère de l'Economie, des Finances et de l'Industrie
M. Nicolas THERY, Conseiller technique affaires monétaires et financières

Morgan Stanley
M. Mark COLMAN
M. André FRANÇOIS-PONCET, Directeur Général
Mme Elisabeth MAUGARS, Vice-président
M. Greg E. MIZEN

Cabinet Bredin, Pratt et Associés
M. Didier MARTIN, Avocat

Université d'Orléans
M. Michel GERMAIN, professeur de droit

Premier Ministre
M. Pierre DUQUESNE, Conseiller économique

Présidence de la République
M. Jean-François CIRELLI, Conseiller économique
Mme Anne DUTHILLEUL, Conseiller technique

SBF - Bourse de Paris
Mme Martine CHARBONNIER, Directeur des Opérations des Émetteurs et de la cote
M. Jean-François THEODORE, Président Directeur Général

Sénat
M. Philippe MARINI, Sénateur
M. Frédéric MAURO, Administrateur

Service de la Législation Fiscale
M. Patrice FORGET, Directeur
M. Philipppe DURAND, Sous-Directeur
M. Bruno ROUSSELET, Chef de bureau

COB

SODEXHO
M. Raphaël DUBRULE, Secrétaire Général

Cabinet Sullivan & Cromwell
M. Pierre SERVAN-SCHREIBER
M. Garth W. BRAY
M. Richard G. ASTHALTER

Direction du Trésor
M. Jean LEMIERRE, Directeur
M. Bruno DELETRE, Sous-Directeur
M. Sébastien BOITRAUD, Adjoint au Chef de bureau

VIEL & Cie
M. Patrick COMBES, Président

Elf Aquitaine
M. Gérard DEGONSE, Directeur Financement, Trésorerie

LAZARD
M. Georges RALLI, Associé-Gérant
M. DUPOND-JUBIEN, Directeur Juridique
M. Bernard MIRAT

COB

ANNEXE 2

LOI DU 24 JUILLET 1966 (EXTRAITS)

Art 194-4 alinéa 1er

A dater du vote de l'assemblée générale extraordinaire de la société appelée à émettre des actions et tant qu'il existe des bons de souscription en cours de validité, il est interdit à cette société d'amortir son capital ou de le réduire par voie de remboursement et de modifier la répartition des bénéfices.

Art. 195 alinéas 5

A dater du vote de l'assemblée et tant qu'il existe des obligations convertibles en actions, il est interdit à la société d'amortir son capital ou de le réduire par voie de remboursement et de modifier la répartition des bénéfices.

Art. 206 alinéa 1er

A dater du vote de l'assemblée prévu à l'article 201 alinéa 1er, il est interdit à la société, jusqu'à ce que toutes les obligations émises soient échangées ou remboursées, d'amortir son capital ou de le réduire par voie de remboursement et de modifier la répartition des bénéfices.

Article 215

La réduction du capital est autorisée ou décidée par l'assemblée générale extraordinaire, qui peut déléguer au conseil d'administration ou au directoire selon le cas tous pouvoirs pour la réaliser. En aucun cas, elle ne peut porter atteinte à l'égalité des actionnaires.

Le projet de réduction du capital est communiqué aux commissaires aux comptes dans le délai fixé par décret. L'assemblée statue sur le rapport des commissaires qui font connaître leur appréciation sur les causes et conditions de la réduction.

Lorsque le conseil d'administration ou le directoire selon le cas réalise l'opération sur délégation de l'assemblée générale, il en dresse le procès-verbal soumis à publicité et procède à la modification corrélative des statuts.

Article 216

Lorsque l'assemblée approuve un projet de réduction du capital non motivée par des pertes, le représentant de la masse des obligataires et les créanciers dont la créance est antérieure à la date de dépôt au greffe du procès-verbal de délibération peuvent former opposition à la réduction dans le délai fixé par décret.

Une décision de justice rejette l'opposition ou ordonne soit le remboursement des créances soit la constitution de garanties si la société en offre et si elle sont jugées suffisantes.

Les opérations de réduction de capital ne peuvent commencer pendant le délai d'opposition ni, le cas échéant avant qu'il ait été statué en première instance sur cette opposition.

Si le juge de première instance accueille l'opposition, la procédure de réduction du capital est immédiatement interrompue jusqu'à la constitution de garanties suffisantes ou jusqu'au remboursement des créances ; s'il la rejette, les opérations de réduction peuvent commencer.

Article 217

Sont interdits la souscription et l'achat par la société de ses propres actions, soit directement, sont indirectement, soit par une personne agissant en son propres nom mais pour le compte de la société.

Toutefois, l'assemblée générale qui a décidé une réduction du capital non motivée par des pertes peut autoriser le conseil d'administration ou le directoire selon le cas à acheter un nombre déterminer d'actions pour les annuler.

Les fondateurs ou, dans le cas d'une augmentation de capital, les membres du conseil d'administration ou du directoire selon le cas sont tenus dans les conditions prévues à l'article 244 et à l'article 249 premier alinéa de libérer les actions souscrites ou acquises par la société en violation du premier alinéa.

Lorsque les actions auront été souscrites ou acquises par une personne agissant en son propres nom amis pour le compte de la société, cette personne sera tenue de libérer les actions solidairement avec les fondateurs ou selon le cas les membres du conseil d'administration ou du directoire ; cette personne est en outre réputée avoir souscrit ces actions pour son propre compte.

Article 217-1

Par dérogation aux dispositions du premier alinéa de l'article 217, les sociétés qui font participer leurs salariés à leurs résultats par attribution de leurs actions et celles qui consentent des options d'achat de leurs actions dans les conditions prévues aux articles 208-1 et suivants de la présente loi peuvent, à cette fin, racheter leurs propres actions. Les actions doivent être attribuées ou les options doivent être consenties dans le délai d'un an à compter de l'acquisition.

Article 217-2

Par dérogation aux dispositions du premier alinéa de l'article 217, les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé peuvent acheter en bourse leurs propres actions en vue de régulariser leur marché.

À cette fin, l'assemblée générale ordinaire doit avoir expressément autorisé la société à opérer en bourse sur ses propres actions ; elle fixe les modalités de l'opération et notamment les prix maximum d'achat et minimum de vente, le nombre maximum d'actions à acquérir et le délai dans lequel l'acquisition doit être effectuée. Cette autorisation ne peut être donnée pour une durée supérieure à dix-huit mois.

La cession ou le transfert de ces actions peut être effectué par tous moyens. Ces actions peuvent également être annulées dans les conditions prévues aux articles 215 et 216.

La société informa chaque mois le Conseil des bourses de valeurs des cessions, transferts et annulations de ces actions ainsi réalisés. Le Conseil des bourses de valeur porte cette information à la connaissance du public.

Les sociétés qui font participer leurs salariés aux fruits de l'expansion de l'entreprise par l'attribution de leurs propres actions ainsi que celles qui entendent consentir des options d'achat d'actions à des salariés peuvent utiliser à cette fin tout ou partie des actions acquises dans les conditions prévues ci-dessus. Elles peuvent également leur proposer d'acquérir leurs propres actions dans les conditions prévues par le deuxième alinéa de l'article 208-18.

Article 217-3

La société ne peut posséder, directement ou par l'intermédiaire d'une personne agissant en son propre nom mais pour le compte de la société plus de 10 p. 100 du total de ses propres actions, ni plus de 10 p. 100 d'une catégorie déterminée. Ces actions doivent être mises sous la forme nominative et entièrement libérées lors de l'acquisition ; à défaut, les membres du conseil d'administration ou du directoire selon le cas sont tenus dans les conditions prévues à l'article 244 et à l'article 249 premier alinéa de libérer les actions.

L'acquisition d'actions de la société ne peut avoir pour effet d'abaisser les capitaux propres à un montant inférieur à celui du capital augmenté des réserves non distribuables.

La société doit disposer de réserves autres que la réserve légale d'un montant au moins égal à la valeur de l'ensemble des actions qu'elle possède.

Les actions possédées par la société ne donnent pas droit aux dividendes.

En cas d'augmentation du capital par souscription d'actions en numéraire, la société ne peut exercer par elle-même le droit préférentiel de souscription. L'assemblée générale peut décider de ne pas tenir compte de ces actions pour la détermination des droits préférentiels de souscription attachés aux autres actions ; à défaut, les droits attachés aux actions possédées par la société doivent être, avant la clôture du délai de souscription, soit vendus en bourse, soit répartis entre les actionnaires au prorata des droits de chacun.

COB

ANNEXE 3 (numérotée de 51 à 59)

ANNEXE 3

31. 1. 77 Journal officiel des Communautés européennes N° L 26/1

II

(Actes dont la publication n'est pas une condition de leur applicabilité)

CONSEIL

DEUXIÈME DIRECTIVE DU CONSEIL

du 13 décembre 1976

tendant à coordonner pour les rendre équivalentes les garanties qui sont exigées dans les États membres des sociétés au sens de l'article 58 deuxième alinéa du traité, en vue de la protection des intérêts tant des associés que des tiers, en ce qui concerne la constitution de la société anonyme ainsi que le maintien et les modifications de son capital

(77/91/CEE)

LE CONSEIL DES COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES,

vu le traité instituant la Communauté économique européenne, et notamment son article 54 paragraphe 3 point g),

vu la proposition de la Commission,

vu l'avis de l'Assemblée [1],

vu l'avis du comité économique et social [2],

considérant que la poursuite de la coordination prévue par l'article 54 paragraphe 3 sous g), ainsi que par le programme général pour la suppression des restrictions à la liberté d'établissement, et commencée par la directive 68/151/CEE [3] est spécialement importante à l'égard des sociétés anonymes, car l'activité de ces sociétés est prédominante dans l'économie des États membres et s'étend souvent au-delà des limites de leur territoire national ;

considérant que, pour assurer une équivalence minimale dans la protection tant des actionnaires que des créanciers de ces sociétés, il importe tout particulièrement de coordonner les dispositions nationales concernant leur constitution, ainsi que le maintien, l'augmentation et la réduction de leur capital ;

considérant que, sur le territoire de la Communauté, les statuts ou l'acte constitutif d'une société anonyme doivent permettre à tout intéressé de connaître les caractéristiques essentielles de cette société, et notamment la consistance exacte de son capital ;

considérant qu'il y a lieu d'arrêter des prescriptions communautaires afin de préserver le capital, gage des créanciers, notamment en interdisant d'entamer celui-ci par des distributions indues aux actionnaires et en limitant la possibilité pour une société d'acquérir ses propres actions ;

considérant qu'il est nécessaire, au regard des buts visés à l'article 54 paragraphe 3 sous g), que, lors des augmentations et des réductions de capital, les législations des États membres assurent le respect et harmonisent la mise en œuvre des principes garantissant un traitement égal des actionnaires qui se trouvent dans des conditions identiques et la protection des titulaires de créances antérieures à la décision de réduction,

---

[1] JO n° C 114 du 11. 11. 1971, p. 18.
[2] JO n° C 88 du 6. 9. 1971, p. 1.
[3] JO n° L 65 du 14. 3. 1968, p. 8.

3. Les paragraphes 1 et 2 ne portent pas atteinte aux dispositions des États membres relatives à l'augmentation du capital souscrit par incorporation de réserves.

4. La législation d'un État membre peut prévoir des dérogations au paragraphe 1 sous a) dans le cas de sociétés d'investissement à capital fixe.

Par société d'investissement à capital fixe, au sens du présent paragraphe, on entend uniquement les sociétés :

— dont l'objet unique est de placer leurs fonds en valeurs mobilières variées, en valeurs immobilières variées ou en autres valeurs dans le seul but de répartir les risques d'investissement et de faire bénéficier leurs actionnaires des résultats de la gestion de leurs avoirs

et

— qui font appel au public pour le placement de leurs propres actions.

Dans la mesure où les législations des États membres font usage de cette faculté :

a) elles imposent à ces sociétés de faire figurer les termes « société d'investissement » sur tous les documents indiqués à l'article 4 de la directive 68/151/CEE ;

b) elles n'autorisent pas une société de ce type dont l'actif net est inférieur au montant spécifié au paragraphe 1 sous a) à procéder à une distribution aux actionnaires lorsque, à la date de clôture du dernier exercice, le total de l'actif de la société tel qu'il résulte des comptes annuels est ou deviendrait, à la suite d'une telle distribution, inférieur à une fois et demie le montant du total des dettes de la société envers les créanciers tel qu'il résulte des comptes annuels ;

c) elles imposent à toute société de ce type qui procède à une distribution alors que son actif net est inférieur au montant spécifié au paragraphe 1 sous a) de le préciser dans une note dans ses comptes annuels.

Article 16

Toute distribution faite en contravention de l'article 15 doit être restituée par les actionnaires qui l'ont reçue, si la société prouve que ces actionnaires connaissaient l'irrégularité des distributions faites en leur faveur ou ne pouvaient l'ignorer compte tenu des circonstances.

Article 17

1. En cas de perte grave du capital souscrit, l'assemblée générale doit être convoquée dans un délai fixé par les législations des États membres afin d'examiner s'il y a lieu de dissoudre la société ou d'adopter toute autre mesure.

2. La législation d'un État membre ne peut pas fixer à plus de la moitié du capital souscrit le montant de la perte considérée comme grave au sens du paragraphe 1.

Article 18

1. Les actions d'une société ne peuvent être souscrites par celle-ci.

2. Si les actions d'une société ont été souscrites par une personne agissant en son propre nom mais pour le compte de cette société, le souscripteur doit être considéré comme ayant souscrit pour son propre compte.

3. Les personnes ou les sociétés visées à l'article 3 sous i) ou, en cas d'augmentation du capital souscrit, les membres de l'organe d'administration ou de direction sont tenus de libérer les actions souscrites en violation du présent article.

Toutefois, la législation d'un État membre peut prévoir que tout intéressé pourra se décharger de cette obligation en prouvant qu'aucune faute ne lui est personnellement imputable.

Article 19

1. Lorsque la législation d'un État membre permet à une société d'acquérir ses propres actions, soit par elle-même, soit par une personne agissant en son propre nom mais pour le compte de cette société, elle soumet ces acquisitions au moins aux conditions suivantes :

a) l'autorisation d'acquérir est accordée par l'assemblée générale qui fixe les modalités des acquisitions envisagées, et notamment le nombre maximal d'actions à acquérir, la durée pour laquelle l'autorisation est accordée et qui ne peut excéder dix-huit mois et, en cas d'acquisition à titre onéreux, les contre-valeurs minimales et maximales. Les membres des organes d'administration ou de direction sont tenus de veiller à ce que, au moment de toute acquisition autorisée, les conditions indiquées sous b), c) et d) soient respectées ;

b) la valeur nominale ou, à défaut de valeur nominale, le pair comptable des actions acquises, y compris les actions que la société aurait acquises antérieurement et qu'elle aurait en portefeuille ainsi que les actions acquises par une personne agissant en son propre nom mais pour le compte de cette société, ne peut dépasser 10 % du capital souscrit ;

c) les acquisitions ne peuvent avoir pour effet que l'actif net devienne inférieur au montant indiqué à l'article 15 paragraphe 1 sous a) ;

d) l'opération ne peut porter que sur des actions entièrement libérées.

2. La législation d'un État membre peut déroger au paragraphe 1 sous a) première phrase lorsque l'acquisition d'actions propres est nécessaire pour éviter à la société un dommage grave et imminent. Dans ce cas, l'assemblée générale qui suit doit être informée, par l'organe d'administration ou de direction, des raisons et du but des acquisitions effectuées, du nombre et de la valeur nominale ou, à défaut de valeur nominale, du pair comptable des actions acquises, de la fraction du capital souscrit qu'elles représentent, ainsi que de la contre-valeur de ces actions.

3. Les États membres peuvent ne pas appliquer le paragraphe 1 sous a) première phrase aux actions acquises, soit par la société elle-même, soit par une personne agissant en son propre nom mais pour le compte de cette société, en vue d'être distribuées au personnel de celle-ci ou au personnel d'une société liée à cette dernière. La distribution de telles actions doit être effectuée dans un délai de douze mois à compter de l'acquisition de ces actions.

Article 20

1. Les États membres peuvent ne pas appliquer l'article 19 :

a) aux actions acquises en exécution d'une décision de réduction du capital ou dans le cas visé à l'article 39 ;

b) aux actions acquises à la suite d'une transmission de patrimoine à titre universel ;

c) aux actions entièrement libérées acquises à titre gratuit ou acquises par des banques et d'autres établissements financiers à titre de commission d'achat ;

d) aux actions acquises en vertu d'une obligatoin légale ou résultant d'une décision judiciaire visant à protéger les actionnaires minoritaires, notamment en cas de fusion, de changement de l'objet ou de la forme de la société, de transfert du siège social à l'étranger ou d'introduction de limitations pour le transfert des actions ;

e) aux actions acquises d'un actionnaire à défaut de leur libération ;

f) aux actions acquises en vue de dédommager les actionnaires minoritaires des sociétés liées ;

g) aux actions entèrement libérées acquises lors d'une adjudication judiciaire opérée en vue d'honorer une créance de la société sur le propriétaire de ces actions ;

h) aux actions entièrement libérées émises par une société d'investissement à capital fixe, au sens de l'article 15 paragraphe 4 deuxième alinéa, et acquises à la demande des investisseurs par cette société ou par une société liée à celle-ci. L'article 15 paragraphe 4 troisième alinéa sous a) s'applique. Ces acquisitions ne peuvent avoir pour effet que l'actif net devienne inférieur au montant du capital souscrit, augmenté des réserves que la loi ne permet pas de distribuer.

2. Les actions acquises dans les cas indiqués au paragraphe 1 sous b) à g) doivent toutefois être cédées dans un délai de trois ans au maximum à compter de leur acquisition, à moins que la valeur nominale ou, à défaut de valeur nominale, le pair comptable des actions acquises, y compris les actions que la société peut avoir acquises par une personne agissant en son propre nom mais pour le compte de la société, ne dépasse pas 10 % du capital souscrit.

3. À défaut de leur cession dans le délai fixé au paragraphe 2, les actions doivent être annulées. La législation d'un État membre peut soumettre cette annulation à une réduotion du capital souscrit d'un montant correspondant. Une telle réduction doit être prescrite dans la mesure où les acquisitions d'actions à annuler ont eu pour effet que l'actif net est devenu inférieur au montant visé à l'article 15 paragraphe 1 sous a).

Article 21

Les actions acquises en violation des dispositions des articles 19 et 20 doivent être cédées dans un délai d'un an à compter de leur acquisition. À défaut de leur cession dans ce délai, l'article 20 paragraphe 3 s'applique.

Article 22

1. Lorsque la législation d'un État membre permet à une société d'acquérir ses propres actions soit par elle-même, soit par une personne agissant en son propre nom mais pour le compte de cette société, elle soumet à tout moment la détention de ces actions au moins aux conditions suivantes :

a) parmi les droits attachés aux actions, le droit de vote des actions propres est en tout cas suspendu ;

b) si ces actions sont comptabilisées à l'actif du bilan, il est établi au passif une réserve indisponible d'un même montant.

2. Lorsque la législation d'un État membre permet à une société d'acquérir ses propres actions soit par elle-même, soit par une personne agissant en son propre nom mais pour le compte de cette société, elle exige que le rapport de gestion mentionne au moins :

a) les raisons des acquisitions effectuées pendant l'exercice ;

b) le nombre et la valeur nominale ou, à défaut de valeur nominale, le pair comptable des actions acquises et cédées pendant l'exercice, ainsi que la fraction du capital souscrit qu'elles représentent ;

c) en cas d'acquisition ou de cession à titre onéreux, la contrevaleur des actions ;

d) le nombre et la valeur nominale ou, à défaut de valeur nominale, le pair comptable de l'ensemble des actions acquises et détenues en portefeuille, ainsi que la fraction du capital souscrit qu'elles représentent.

Article 23

1. Une société ne peut avancer des fonds, ni accorder des prêts, ni donner des sûretés en vue de l'acquisition de ses actions par un tiers.

2. Le paragraphe 1 ne s'applique ni aux transactions faites dans le cadre des opérations courantes des banques et d'autres établissements financiers, ni aux opérations effectuées en vue de l'acquisition d'actions par ou pour le personnel de la société ou d'une société liée à celle-ci. Toutefois, ces transactions et opérations ne peuvent avoir pour effet que l'actif net de la société devienne inférieur au montant visé à l'article 15 paragraphe 1 sous a).

3. Le paragraphe 1 ne s'applique pas aux opérations effectuées en vue de l'acquisition d'actions visée à l'article 20 paragraphe 1 sous h).

Article 24

1. La prise en gage par la société de ses propres actions, soit par elle-même, soit par une personne agissant en son nom mais pour le compte de cette société, est assimilée aux acquisitions indiquées à l'article 19, à l'article 20 paragraphe 1 et aux articles 22 et 23.

2. Les États membres peuvent ne pas appliquer le paragraphe 1 aux opérations courantes des banques et autres établissements financiers.

Article 25

1. Toute augmentation du capital doit être décidée par l'assemblée générale. Cette décision ainsi que la réalisation de l'augmentation du capital souscrit font l'objet d'une publicité effectuée selon les modes prévus par la législation de chaque État membre conformément à l'article 3 de la directive 68/151/CEE.

2. Toutefois, les statuts, l'acte constitutif ou l'assemblée générale dont la décision doit faire l'objet d'une publicité conformément au paragraphe 1 peuvent autoriser l'augmentation du capital souscrit jusqu'à concurrence d'un montant maximal qu'ils fixent en respectant le montant maximal éventuellement prévu par la loi. Dans les limites du montant fixé, l'organe de la société habilité à cet effet décide, le cas échéant, d'augmenter le capital souscrit. Ce pouvoir de l'organe a une durée maximale de cinq ans et peut être renouvelé une ou plusieurs fois par l'assemblée générale pour une période qui, pour chaque renouvellement, ne peut dépasser cinq ans.

3. Lorsqu'il existe plusieurs catégories d'actions, la décision de l'assemblée générale concernant l'augmentation du capital visée au paragraphe 1 ou l'autorisation d'augmenter le capital visée au paragraphe 2 est subordonnée à un vote séparé au moins pour chaque catégorie d'actionnaires aux droits desquels l'opération porte atteinte.

4. Le présent article s'applique à l'émission de tous les titres convertibles en actions ou assortis d'un droit de souscription d'actions, mais non à la conversion des titres et à l'exercice du droit de souscription.

Article 26

Les actions émises en contrepartie d'apports à la suite d'une augmentation du capital souscrit doivent être

libérées dans une proportion non inférieure à 25 % de leur valeur nominale ou, à défaut de valeur nominale, de leur pair comptable. Lorsqu'une prime d'émission est prévue, son montant doit être intégralement versé.

Article 27

1. Les actions émises en contrepartie d'apports autres qu'en numéraire à la suite d'une augmentation du capital souscrit doivent être entièrement libérées dans un délai de cinq ans à compter de la décision d'augmenter le capital souscrit.

2. Les apports visés au paragraphe 1 font l'objet d'un rapport établi préalablement à la réalisation de l'augmentation du capital souscrit par un ou plusieurs experts indépendants de la société, désignés ou agréés par une autorité administrative ou judiciaire. Ces experts peuvent être, selon la législation de chaque État membre, des personnes physiques ou morales ou des sociétés.

L'article 10 paragraphes 2 et 3 s'applique.

3. Les États membres peuvent ne pas appliquer le paragraphe 2 lorsque l'augmentation du capital souscrit est effectuée pour réaliser une fusion ou une offre publique d'achat ou d'échange et en vue de rémunérer les actionnaires d'une société absorbée ou les actionnaires d'une société faisant l'objet de l'offre publique d'achat ou d'échange.

4. Les États membres peuvent ne pas appliquer le paragraphe 2 lorsque toutes les actions émises à la suite d'une augmentation du capital souscrit sont émises en contrepartie d'apports autres qu'en numéraire faits par une ou plusieurs sociétés, à condition que tous les actionnaires de la société bénéficiaire des apports aient renoncé à l'établissement du rapport d'expert et que les conditions de l'article 10 paragraphe 4 sous b) à f) soient remplies.

Article 28

Lorsqu'une augmentation de capital n'est pas entièrement souscrite, le capital n'est augmenté à concurrence des souscriptions recueillies que si les conditions de l'émission ont expressément prévu cette possibilité.

Article 29

1. Lors de toute augmentation du capital souscrit par apports en numéraire, les actions doivent être offertes par préférence aux actionnaires proportionnellement à la partie du capital représentée par leurs actions.

2. Les États membres peuvent :

a) ne pas appliquer le paragraphe 1 aux actions auxquelles est attaché un droit limité de participation aux distributions au sens de l'article 15 et/ou au partage du patrimoine social en cas de liquidation ·

ou

b) permettre que, lorsque le capital souscrit d'une société ayant plusieurs catégories d'actions pour lesquelles le droit de vote ou le droit de participation aux distributions au sens de l'article 15 ou au partage du patrimoine social en cas de liquidation sont différents est augmenté par l'émission de nouvelles actions dans une seule de ces catégories, l'exercice du droit préférentiel par les actionnaires des autres catégories n'intervienne qu'après l'exercice de ce droit par les actionnaires de la catégorie dans laquelle les nouvelles actions sont émises.

3. L'offre de souscription à titre préférentiel ainsi que le délai dans lequel ce droit doit être exercé font l'objet d'une publication dans le bulletin national désigné conformément à la directive 68/151/CEE. Toutefois, la législation d'un État membre peut ne pas prévoir cette publication lorsque toutes les actions de la société sont nominatives. En ce cas, tous les actionnaires doivent être informés par écrit. Le droit préférentiel doit être exercé dans un délai qui ne peut être inférieur à quatorze jours à compter de la publication de l'offre ou de l'envoi des lettres aux actionnaires.

4. Le droit préférentiel ne peut être limité, ni supprimé par les statuts ou l'acte constitutif. Il peut l'être toutefois par décision de l'assemblée générale. L'organe de direction ou d'administration est tenu de présenter à cette assemblée un rapport écrit indiquant les raisons de limiter ou de supprimer le droit préférentiel et justifiant le prix d'émission proposé. L'assemblée statue selon les règles de quorum et de majorité fixées à l'article 40. Sa décision fait l'objet d'une publicité effectuée selon les modes prévus par la législation de chaque État membre conformément à l'article 3 de la directive 68/151/CEE.

5. La législation d'un État membre peut prévoir que les statuts, l'acte constitutif ou l'assemblée générale, statuant selon les règles de quorum, de majorité et de publicité indiquées au paragraphe 4, peuvent donner le pouvoir de limiter ou de supprimer le droit préférentiel à l'organe de la société, habilité à décider de l'augmentation du capital souscrit dans les limites

du capital autorisé. Ce pouvoir ne peut avoir une durée supérieure à celle du pouvoir prévu à l'article 25 paragraphe 2.

6. Les paragraphes 1 à 5 s'appliquent à l'émission de tous les titres convertibles en actions ou assortis d'un droit de souscription d'actions, mais non à la conversion des titres et à l'exercice du droit de souscription.

7. Il n'y a pas exclusion du droit préférentiel au sens des paragraphes 4 et 5 lorsque, selon la décision relative à l'augmentation du capital souscrit, les actions sont émises à des banques ou d'autres établissements financiers en vue d'être offertes aux actionnaires de la société conformément aux paragraphes 1 et 3.

Article 30

Toute réduction du capital souscrit à l'exception de celle ordonnée par décision judiciaire, doit être au moins subordonnée à une décision de l'assemblée générale, statuant selon les règles de quorum et de majorité fixées à l'article 40 sans préjudice des articles 36 et 37. Cette décision fait l'objet d'une publicité, effectuée selon les modes prévus par la législation de chaque État membre conformément à l'article 3 de la directive 68/151/CEE.

La convocation de l'assemblée doit indiquer au moins le but de la réduction et la manière selon laquelle elle sera réalisée.

Article 31

Lorsqu'il existe plusieurs catégories d'actions, la décision de l'assemblée générale concernant la réduction du capital souscrit est subordonnée à un vote séparé au moins pour chaque catégorie d'actionnaires aux droits desquels l'opération porte atteinte.

Article 32

1. En cas de réduction du capital souscrit, au moins les créanciers dont les créances sont nées avant la publication de la décision de réduction ont au moins le droit d'obtenir une sûreté pour les créances non encore échues au moment de cette publication. Les législations des États membres fixent les conditions d'exercice de ce droit. Elles ne peuvent écarter ce droit que si le créancier dispose de garanties adéquates ou si celles-ci ne sont pas nécessaires compte tenu du patrimoine de la société.

2. En outre, les législations des États membres prévoient au moins que la réduction sera sans effet ou qu'aucun paiement ne pourra être effectué au profit des actionnaires, tant que les créanciers n'auront pas obtenu satisfaction ou qu'un tribunal n'aura pas décidé qu'il n'y a pas lieu de faire droit à leur requête.

3. Le présent article s'applique lorsque la réduction du capital souscrit s'opère par dispense totale ou partielle du versement du solde des apports des actionnaires.

Article 33

1. Les États membres peuvent ne pas appliquer l'article 32 à une réduction du capital souscrit ayant pour but de compenser des pertes subies ou d'incorporer des sommes dans une réserve, à condition que par suite de cette opération le montant de cette réserve ne dépasse pas 10 % du capital souscrit réduit. Cette réserve ne peut, sauf en cas de réduction du capital souscrit, être distribuée aux actionnaires ; elle ne peut être utilisée que pour compenser des pertes subies ou pour augmenter le capital souscrit par incorporation de réserves dans la mesure où les États membres permettent une telle opération.

2. Dans les cas visés au paragraphe 1, les législations des États membres prévoient au moins les mesures nécessaires pour que les sommes provenant de la réduction du capital souscrit ne puissent être utilisées pour effectuer des versements ou des distributions aux actionnaires, ni pour libérer les actionnaires de l'obligation de fournir leurs apports.

Article 34

Le capital souscrit ne peut être réduit à montant inférieur au capital minimal fixé conformément à l'article 6. Toutefois, les États membres peuvent autoriser une telle réduction s'ils prévoient également que la décision de procéder à une réduction ne prend effet que s'il est procédé à une augmentation du capital souscrit destinée à amener celui-ci à un niveau au moins égal au minimum prescrit.

Article 35

Lorsque la législation d'un État membre autorise l'amortissement total ou partiel du capital souscrit

sans réduction de ce dernier, elle exige au moins le respect des conditions suivantes :

a) si les statuts ou l'acte constitutif prévoient l'amortissement, celui-ci est décidé par l'assemblée générale délibérant au moins aux conditions ordinaires de quorum et de majorité. Lorsque les statuts ou l'acte constitutif ne prévoient pas l'amortissement, celui-ci est décidé par l'assemblée générale délibérant au moins aux conditions de quorum et de majorité prévues à l'article 40. La décision fait l'objet d'une publicité effectuée selon les modes prévus par la législation de chaque État membre conformément à l'article 3 de la directive 68/151/CEE ;

b) l'amortissement ne peut avoir lieu qu'à l'aide des sommes distribuables conformément à l'article 15 paragraphe 1 ;

c) les actionnaires dont les actions sont amorties conservent leurs droits dans la société, à l'exclusion du droit au remboursement de l'apport et du droit de participation à la distribution d'un premier dividende perçu sur des actions non amorties.

Article 36

1. Lorsque la législation d'un État membre autorise les sociétés à réduire leur capital souscrit par retrait forcé d'actions, elle exige au moins le respect des conditions suivantes :

a) le retrait forcé doit être prescrit ou autorisé par les statuts ou l'acte constitutif avant la souscription des actions qui font l'objet du retrait ;

b) si le retrait forcé est seulement autorisé par les statuts ou l'acte constitutif, il est décidé par l'assemblée générale à moins que les actionnaires concernés ne l'aient approuvé unanimement ;

c) l'organe de la société délibérant sur le retrait forcé fixe les conditions et les modalités de cette opération pour autant qu'elles n'aient pas été prévues dans les statuts ou l'acte constitutif ;

d) l'article 32 s'applique à moins qu'il ne s'agisse d'actions entièrement libérées qui sont mises, à titre gratuit, à la disposition de la société ou qui font l'objet d'un retrait à l'aide des sommes distribuables conformément à l'article 15 paragraphe 1 ; dans ces cas, un montant égal à la valeur nominale ou, à défaut de valeur nominale, au pair comptable de toutes les actions retirées doit être incorporé dans une réserve. Cette réserve ne peut, sauf en cas de réduction du capital souscrit, être distribuée aux actionnaires ; elle ne peut être utilisée que pour compenser des pertes subies ou pour augmenter le capital souscrit par incorporation de réserves dans la mesure où les États membres permettent une telle opération ;

e) la décision relative au retrait forcé fait l'objet d'une publicité effectuée selon les modes prévus par la législation de chaque État membre conformément à l'article 3 de la directive 68/151/CEE.

2. L'article 30 paragraphe 1 et les articles 31, 33 et 40 ne s'appliquent pas dans les cas prévus au paragraphe 1.

Article 37

1. En cas de réduction du capital souscrit par retrait d'actions acquises par la société elle-même ou par une personne agissant en son propre nom mais pour le compte de cette société, le retrait doit toujours être décidé par l'assemblée générale.

2. L'article 32 s'applique à moins qu'il ne s'agisse d'actions entièrement libérées qui sont acquises à titre gratuit ou à l'aide des sommes distribuables conformément à l'article 15 paragraphe 1 ; dans ces cas, un montant égal à la valeur nominale ou, à défaut de valeur nominale, au pair comptable de toutes les actions retirées doit être incorporé dans une réserve. Cette réserve ne peut, sauf en cas de réduction du capital souscrit, être distribuée aux actionnaires ; elle ne peut être utilisée que pour compenser des pertes subies ou pour augmenter le capital souscrit par incorporation de réserves dans la mesure où les États membres permettent une telle opération.

3. Les articles 31, 33 et 40 ne s'appliquent pas dans les cas prévus au paragraphe 1.

Article 38

Dans les cas visés à l'article 35, à l'article 36 paragraphe 1 sous b) et à l'article 37 paragraphe 1, lorsqu'il existe plusieurs catégories d'actions, la décision de l'assemblée générale concernant l'amortissement du capital souscrit ou la réduction de celui-ci par retrait d'actions est subordonnée à un vote séparé au moins pour chaque catégorie d'actionnaires aux droits desquels l'opération porte atteinte.

Article 39

Lorsque la législation d'un État membre autorise les sociétés à émettre des actions rachetables, elle exige pour le rachat de ces actions au moins le respect des conditions suivantes :

a) le rachat doit être autorisé par les statuts ou l'acte constitutif avant la souscription des actions rachetables ;

b) ces actions doivent être entièrement libérées ;

c) les conditions et les modalités de rachat sont fixées par les statuts ou l'acte constitutif ;

d) le rachat ne peut avoir lieu qu'à l'aide des sommes distribuables conformément à l'article 15 paragraphe 1 ou du produit d'une nouvelle émission effectuée en vue de ce rachat ;

e) un montant égal à valeur nominale ou, à défaut de valeur nominale, au pair comptable de toutes les actions rachetées doit être incorporé dans une réserve qui ne peut, sauf en cas de réduction du capital souscrit, être distribuée aux actionnaires ; cette réserve ne peut être utilisée que pour augmenter le capital souscrit par incorporation de réserves ;

f) la lettre e) ne s'applique pas lorsque le rachat a eu lieu à l'aide du produit d'une nouvelle émission effectuée en vue de ce rachat ;

g) lorsque, par suite du rachat, le versement d'une prime en faveur des actionnaires est prévu, cette prime ne peut être prélevée que sur des sommes distribuables conformément à l'article 15 paragraphe 1 ou sur une réserve, autre que celle visée sous e), qui ne peut, sauf en cas de réduction du capital souscrit, être distribuée aux actionnaires ; cette réserve ne peut être utilisée que pour augmenter le capital souscrit par incorporation de réserves, pour couvrir les frais visés à l'article 3 sous j) ou les frais d'émissions d'actions ou d'obligations ou pour effectuer le versement d'une prime en faveur des détenteurs des actions ou des obligations à racheter ;

h) le rachat fait l'objet d'une publicité effectuée selon les modes prévus par la législation de chaque État membre conformément à l'article 3 de la directive 68/151/CEE.

Article 40

1. Les législations des États membres disposent que les décisions visées à l'article 29 paragraphes 4 et 5, et aux articles 30, 31, 35, et 38 requièrent au moins une majorité qui ne peut être inférieure aux deux tiers des voix afférentes soit aux titres représentés, soit au capital souscrit représenté.

2. Toutefois, les législations des États membres peuvent prévoir que, lorsque la moitié au moins du capital souscrit est représentée, une majorité simple des voix indiquées au paragraphe 1 est suffisante.

Article 41

1. Les États membres peuvent déroger à l'article 9 paragraphe 1, à l'article 19 paragraphe 1 sous a) première phrase et sous b), ainsi qu'aux articles 25, 26 et 29 dans la mesure où ces dérogations sont nécessaires à l'adoption ou à l'application des dispositions visant à favoriser la participation des travailleurs ou d'autres catégories de personnes déterminées par la loi nationale au capital des entreprises.

2. Les États membres peuvent ne pas appliquer l'article 19 paragraphe 1 sous a) première phrase et les articles 30, 31, 36, 37, 38 et 39 aux sociétés soumises à un statut spécial qui émettent à la fois des actions de capital et des actions de travail, ces dernières en faveur de la collectivité du personnel qui est représenté dans les assemblées générales des actionnaires par des mandataires disposant d'un droit de vote.

Article 42

Pour l'application de la présente directive, les législations des États membres garantissent un traitement égal des actionnaires qui se trouvent dans des conditions identiques.

Article 43

1. Les États membres mettent en vigueur les dispositions législatives, réglementaires et administratives nécessaires pour se conformer à la présente directive dans un délai de deux ans à compter de sa notification. Ils en informent immédiatement la Commission.

2. Les États membres peuvent ne pas appliquer l'article 3 sous g), i), j) et k) aux sociétés déjà existantes au moment de l'entrée en vigueur des dispositions visées au paragraphe 1.

Ils peuvent prévoir que les autres dispositions de la présente directive ne s'appliqueront à ces sociétés que dix-huit mois après cette date.

Toutefois, ce délai peut être de trois ans pour les articles 6 et 9 et de cinq ans pour les *unregistered companies* au Royaume-Uni et en Irlande.

3. Les États membres veillent à communiquer à la Commission le texte des dispositions essentielles de droit interne qu'ils adoptent dans le domaine régi par la présente directive.

Article 44

Les États membres sont destinataires de la présente directive.

Fait à Bruxelles, le 13 décembre 1976.

Par le Conseil

Le président

M. van der STOEL

COB

ANNEXE 4

RÉGIME JURIDIQUE ET FISCAL DES RACHATS D'ACTIONS : COMPARAISONS INTERNATIONALES

	PRINCIPE	PROCEDURE	SORT DES ACTIONS RACHETEES	REGIME FISCAL
FRANCE (articles 217 et suivants du code des sociétés (loi du 24 juillet 1966)	Interdiction de principe (maintenir l'intégrité du capital et l'égalité des actionnaires)	Dérogations limitées et encadrées : Dans tous les cas, l'acquisition d'actions ne doit pas avoir pour effet d'abaisser les capitaux propres à un montant inférieur au capital augmenté des réserves non distribuables. • Rachat en vue d'une réduction de capital non motivée par des pertes (Art. 217 al. 2) : - la décision de réduire le capital doit précéder le rachat d'actions. - une offre d'achat doit être faite à tous les actionnaires : recours à l'OPRA : . Autorisation de l'AGE qui fixe les modalités (nombre de titres, méthode de réduction) . rapport spécial des commissaires aux comptes . délai d'opposition des créanciers de 30 jours . si le nombre d'actions présentées excède l'offre : réduction proportionnelle au nombre d'actions détenues . les actions rachetées doivent être annulées dans le mois qui suit l'acquisition. • Rachat pour régularisation des cours (art. 217-2) Autorisé pour réduire les fluctuations excessives des cours. - autorisé par l'AGO pour 18 mois maximum. - limité à 10 % du capital. - les réserves doivent être d'un montant égal à la valeur des actions possédées par la société. - suivi par la COB et achat uniquement en contretendance dans la limite de 25 % de la moyenne quotidienne des mouvements des titres établie sur une période de référence. • Ce formalisme n'est pas exigé en cas de rachat dans le cadre d'un plan d'épargne salariale.	• Réduction du capital : annulation obligatoire • Régularisation des cours : annulation facultative. Les actions conservées sont sans droit de vote et sans dividende.	Principe de la taxation comme une distribution de dividende mais sans avoir fiscal. • Personnes physiques : taxation comme un revenu mobilier au barème de l'impôt sur le revenu (et non comme une plus-value au taux plus favorable de 20,9 %). • Personnes morales : La plus-value est taxée au taux de l'impôt sur les sociétés (sauf application du régime mère fille : exonération de l'impôt sur les sociétés).

COB

	PRINCIPE	PROCEDURE	SORT DES ACTIONS RACHETEES	REGIME FISCAL
Directive Européenne 77-91 du 13 décembre 1976 modifiée par la directive 92-101 du 23 nov. 1992	Autorisation sous conditions (maintenir l'intégrité du capital et l'égalité des actionnaires)	• Rachat en vue d'une réduction de capital - décision de l'AG (à la majorité des 2/3 si la moitié au moins du capital n'est pas souscrit). - publicité de la décision de réduction du capital - les créanciers ont le droit d'obtenir une sûreté pour les créances non échues - égalité de traitement des actionnaires • Rachat hors réduction du capital - autorisation d'acquérir par l'AG qui fixe les modalités (nombre d'actions, fourchette de prix) pour une durée de 18 mois maximum - la valeur nominale des actions acquises ne doit pas dépasser 10 % du capital souscrit - l'actif net ne doit pas devenir inférieur au capital souscrit augmenté des réserves non distribuables. N.B. : ce formalisme n'est pas exigé : - en cas de « risque de dommage grave ou imminent » pour la société (en pratique OPA) - rachat en faveur des salariés - lorsque la législation d'un État autorise les sociétés à émettre des actions rachetables (cf. Royaume-Uni)	Les titres rachetés en vue d'une réduction du capital doivent être annulés dans un délai de trois ans. Hors réduction du capital ils sont sans droit de vote. La société ne peut détenir plus de 10% de ses propres actions.	
USA - Exchange Act 1981 Règle 10b-18	Autorisation (le capital social peut fluctuer)	• Le rachat est possible même s'il n'est pas prévu par les statuts : sous réserve de ne pas être contraire à l'intérêt social et de ne pas tomber sous le coup de la loi Fédérale interdisant les manipulations de cours ; l'actif ne doit pas être inférieur au passif augmenté des sommes dues aux actionnaires privilégiés en cas de liquidation. • La décision est prise par le conseil d'administration qui autorise le rachat d'un nombre spécifié d'actions. Il n'y a pas de maximum légal.. • Le rachat peut avoir lieu par offre publique ou en bourse. Les rachats en bourse sont soumis à des règles précises : - Pas de transactions à l'ouverture ni durant la dernière heure de la séance et un seul intermédiaire. - le prix offert ne doit pas excéder le prix de la dernière transaction ou l'offre d'achat la plus élevée proposée par un opérateur indépendant. - le volume quotidien des interventions ne doit pas dépasser 25 % du volume moyen des quatre semaines précédentes. Le calendrier des interventions reste à la discrétion des émetteurs.	La plupart des États autorisent les sociétés à remettre les actions en circulation. Les actions auto-détenues sont sans droit de vote et sans dividende.	La plus value réalisée lors d'un rachat d'actions (différence entre le prix de rachat et le prix d'acquisition) est taxée au taux de 28 % pour l'actionnaire. Le régime est donc fiscalement plus avantageux que le versement d'un dividende qui est taxé au taux marginal de l'impôt sur le revenu (sans avoir fiscal).

COB

	PRINCIPE	PROCÉDURE	SORT DES ACTIONS RACHETÉES	RÉGIME FISCAL
ROYAUME-UNI Compagnies Act de 1985-Chap VII	Autorisation mais uniquement en vue d'une réduction de capital	Le rachat s'effectue : • soit par le remboursement des titres « remboursables » : - si prévu par les statuts, les titres peuvent faire l'objet d'un rachat. - financement par les produits d'une émission nouvelle ou par les bénéfices mis en réserve. • soit par l'achat d'autres catégories de titres : - suppose l'autorisation dans les statuts - la société doit utiliser le bénéfice distribuable ou le produit d'une augmentation de capital effectué à cette fin. - selon la procédure d'offre publique d'achat, si l'achat dépasse 15 % du capital, sinon possible sur le marché. - si l'achat concerne moins de 15 % du capital le prix ne doit pas excéder 5 % du cours moyen du titre pendant les 10 derniers jours de bourse - autorisation de l'AGO (sauf intervention hors marché : AGE) indiquant le nombre de titres maximum et une fourchette de prix. L'autorisation est valable pour 18 mois au plus.	Les titres achetés sont considérés comme annulés et le capital émis est réduit d'autant.	• Jusqu'en octobre 1996, fiscalité avantageuse pour l'actionnaire : taxation du « revenu » (prix offert - prix d'achat) comme une distribution de dividende donnant droit à un « tax credit » égal à 80 % du montant brut du revenu : - personnes physiques : imposition au barème de l'impôt sur le revenu mais déduction du « tax credit ». - sociétés : paiement de l'impôt sur les sociétés mais déduction du « tax credit » - fonds de pension : bénéfice du « tax credit » bien qu'ils n'acquittent aucun impôt. • Octobre 1996 - juillet 1997 Modification de la législation fiscale. Le rachat d'actions n'est plus considéré comme une distribution et ne donne donc plus droit au « tax credit ». Le versement de dividende devient fiscalement plus avantageux. • Depuis juillet 1997 Le « tax credit » est supprimé pour la plupart des investisseurs, ce qui rend le rachat d'actions à nouveau plus attractif.

COB

	PRINCIPE	PROCÉDURE	SORT DES ACTIONS RACHETÉES	RÉGIME FISCAL
ALLEMAGNE- Article 71 et suivants de la loi sur les sociétés du 6-09-1965	Interdiction de principe (intégrité du capital)	Dérogations limitées et encadrées : • Hors réduction du capital, le rachat n'est possible que dans les cas suivants : - pour éviter à la société un « dommage grave et imminent » (défense anti OPA) . dans la limite de 10 % du capital initial .décision du conseil d'administration et information de l'AG du but de l'acquisition du nombre et du prix des actions acquises - rachat dans le but de remettre les actions aux salariés (dans un délai d'un an) • Le rachat dans le cadre d'une réduction de capital décidée par l'AG est possible sous certaines conditions. *NB : Une loi libéralisant le rachat d'actions est en cours de discussion*	Les actions rachetées n'ont plus de droit de vote ni droit au dividende	En principe taxation comme un gain en capital.
ESPAGNE - Loi du 22 décembre 1989 art 70 et suivants	Interdiction de principe (intégrité du capital)	• Conditions posées : - autorisation par l'AG fixant les modalités nombre maximum, fourchette de prix, durée (inférieure à 18 mois) - ne peut excéder 10 % du capital - dans la limite des bénéfices distribuables et des réserves disponibles - actions entièrement libérées - information des autorités boursières dans les 7 jours suivant l'opération. • Dérogations au régime restrictif - réduction du capital décidée par l'AG - acquisition à titre gratuit ou actions qui fait partie d'un patrimoine acquis à titre universel	Les actions rachetées sont annulées dans le cadre d'une réduction de capital et sinon conservées sans droit de vote puis vendues dans un délai maximum de 3 ans.	Le gain réalisé est taxé comme une plus value de cession.

COB

	PRINCIPE	PROCÉDURE	SORT DES ACTIONS RACHETÉES	RÉGIME FISCAL
ITALIE - DPR n° 30 de 1986	Autorisation sous conditions (intérêts des associés et créanciers)	• Conditions posées (hors réduction de capital) : - ne peut excéder 10 % du capital - dans la limite des bénéfices distribuables et des réserves disponibles - actions entièrement libérées - autorisation de l'AG qui fixe les modalités : nombre maximum, durée (inférieure à 18 mois), fourchette de prix. • Dérogations au régime restrictif : - réduction de capital par rachat et annulation des titres - acquisition à titre gratuit ou à l'occasion d'une fusion.	Les titres rachetés sont sans droit de vote et sans dividende. Les reventes peuvent être autorisées par le conseil d'administration.	• Investisseur : la plus value dégagée n'est pas taxée • La société qui rachète ses titres acquitte une taxe lorsque les titres rachetés sont annulés. Le rachat d'actions est donc fiscalement pénalisant pour la société.

COB

ANNEXE 5

RÉGIME FISCAL COMPARÉ DES RACHATS D'ACTIONS ET DES DISTRIBUTIONS DE DIVIDENDES

Rachat d'actions conduisant à une réduction du capital non motivée par des pertes[1]		**Distribution de dividendes**	
Actionnaires personnes physiques	**Actionnaires personnes morales**	**Actionnaires personnes physiques**	**Actionnaires personnes morales**
Selon l'administration l'opération de rachat de titres en vue de leur annulation a la nature juridique d'un remboursement d'apport et non d'une cession de titres. Dès lors, les gains réalisés sont considérés comme des **revenus distribués imposables au barème** progressif de l'impôt sur le revenu (art. 112 1° du CGI) et non comme des plus-values, si des réserves ou bénéfices non distribués figurent au bilan (ce qui est généralement le cas). En cas d'acquisition des titres à l'émission, la totalité des sommes versées en contrepartie du rachat sont imposables ; dans les autres cas, à raison de l'excédent du remboursement sur le prix d'acquisition uniquement. **Pas de bénéfice de l'avoir fiscal** (confirmé par l'arrêt Gardet du CE 7/1992 car ce ne sont pas des dividendes). N.B : Cette solution ne concerne que le rachat des titres par la société émettrice. Au contraire, lorsque l'actionnaire se retire en cédant ses titres à un tiers il bénéficie du taux réduit des plus-values (20,9 %). En pratique, recours à des méthodes de portage par une personne morale pour contourner la difficulté tout en profitant de la hausse du cours consécutive à l'annonce de l'OPRA.	Le gain réalisé est taxé au taux de **l'impôt sur les sociétés.** Pas d'imputation de l'avoir fiscal. Si l'actionnaire est une société de capitaux elle peut comptabiliser une moins-value dans certains cas (en cas d'acquisition des titres à l'émission la totalité des sommes versées en contrepartie du rachat sont imposables). Exception : **le gain est exonéré si le régime mère-fille est applicable** (participation supérieure à 10 % ou 150 MF) (art. 145 et 216 du CGI). OPCVM de capitalisation : pas d'imposition. OPCVM de distribution : imposition selon la nature du bénéficiaire. **Actionnaires non résidents** : le gain est soumis à la retenue à la source au taux de 25%, sauf dans le cas d'une convention internationale (dans ce cas le taux est généralement de 15%).	Le bénéficiaire d'une distribution de dividendes est **imposable selon le barème** progressif de l'impôt sur le revenu et **bénéficie de l'avoir fiscal.**	Les dividendes perçus sont compris dans le bénéfice imposable de la société mais celle-ci peut imputer les avoirs fiscaux sur le montant de l'impôt dont elle est redevable. Les dividendes reçus par une société mère de sa filiale sont exonérés chez elle de l'impôt sur les sociétés.

[1] Les sommes attribuées aux actionnaires au titre du rachat de leurs actions ne sont pas regardées comme des revenus distribués en dehors de ce cas (participation, régularisation des cours...).