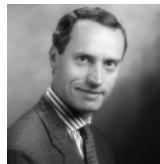


# Le nouveau régime du rachat par une société de ses propres actions

**Alain Couret**  
Professeur agrégé des Universités  
Avocat au barreau des Hauts-de-Seine  
Bureau Francis Lefebvre



**Jean-Yves Mercier**  
Avocat au barreau des Hauts-de-Seine  
Associé Bureau Francis Lefebvre



1. Nous avons dans une précédente chronique (1) évoqué le thème d'une possible réforme des règles régissant le rachat par une société de ses propres actions. Cette chronique était inspirée à la fois par la multiplication des opérations de rachat à laquelle on commençait à assister en France et qui prolongeait un mouvement plus intense à l'étranger, et par l'émergence de suggestions émanant de diverses autorités. Ce qui pouvait à l'époque n'apparaître que comme une perspective lointaine et hypothétique est devenu en peu de temps une réalité concrète : le projet de loi n° 727 portant DDOEF présenté au Parlement en avril 1998 comportait en effet plusieurs articles relatifs à la question du rachat. Le projet de loi ayant été adopté, c'est une nouvelle règle du jeu qui préside désormais aux opérations de rachat (2).

2. Avant que de rentrer dans l'examen approfondi des dispositions nouvelles, on relèvera qu'une attente très forte émergeait de la pratique quant à la réforme à venir. Alors même que le projet était en discussion à l'Assemblée et que son destin était menacé (3), nombre de sociétés importantes envisageaient des opérations de rachat sous condition suspensive du vote de la loi (4). C'est dire l'importance aux yeux de beaucoup d'entreprises de la question envisagée ici.

3. Le rachat – ou plus exactement d'ailleurs l'achat (5) – par une société de ses propres actions – ne saurait prospérer sans la présence d'un contexte doublement favorable. Il appartient au droit des sociétés de fixer les contours d'une opération qui ne saurait être abandonnée à une totale liberté des acteurs ; il appartient aussi au droit fiscal de rendre l'opération attrayante, ou tout au moins non dissuasive. Le régime en vigueur jusqu'à l'intervention du DDOEF passait pour être restrictif, qu'on le considère du point de vue du droit des sociétés ou du point de vue du droit fiscal. Il n'est pas sûr que le nouveau régime du rachat soit caractérisé par une rupture totale avec les contraintes antérieures. Sans doute la loi du 24 juillet 1966 se trouve-t-elle être modifiée de façon significative comme on l'envisagera dans une pre-

mière partie (I). Par contre, le contexte fiscal qui entoure l'opération semble s'inscrire dans la continuité eu égard aux dispositions antérieures (II).

## I Les modifications de la loi du 24 juillet 1966

4. Ces modifications ont été précédées par des réflexions nombreuses qui ont rappelé les limites du possible en matière de rachat et esquissé des vœux au demeurant convergents (1). Ce retour en arrière n'est pas inutile pour mieux apprécier les apports des textes nouveaux (2).

### 1. *Le possible et le souhaitable*

5. Souvent mal perçues par les financiers qui ont parfois plaidé la cause d'une liberté totale en matière de rachat, un certain nombre de limites s'imposaient au législateur (1°). Le souhaitable ne pouvait trouver d'expression qu'au sein de ces limites (2°).

#### 1° *Les limites du possible*

6. Il est bien évident tout d'abord que le droit français ne pouvait excéder la marge de liberté consentie en cette matière par la deuxième directive (6) européenne, directive nourrie d'une évidente méfiance à l'égard des opérations de rachat d'actions. La directive toutefois autorise les rachats d'actions indépendamment de toute réduction de capital et ce dans la limite de 10 % du capital.

L'article 19 al. 1 précise que :

«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 § 1 sous a) ;

«d) L'opération ne peut porter que sur des actions entièrement libérées.»

7. Il faut encore noter que les alinéas 2 et 3 de l'article 19 prévoient deux autres cas spécifiques de dérogation.

«• La législation d'un Etat 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.

«• Les Etats membres peuvent ne pas appliquer le § 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.»

Le dommage grave et imminent auquel fait référence l'alinéa 2 renvoie probablement au risque d'offre publique d'achat.

L'article 19 fixe donc des limites non négligeables mais qui sont tout de même moins étroites que celles du droit français à la veille de la réforme.

8. A côté de ces contraintes de droit européen, la logique du droit français des sociétés imposait ses propres restrictions.

Pour des raisons qui ont évolué au demeurant avec le temps, le droit français a toujours manifesté une évidente réserve à l'égard du rachat d'actions par les sociétés émettrices, réserve fort bien traduite par Mme Veaux-Fournerie : «Née de la théorie commercialiste des valeurs mobilières, l'acquisition par la société s'est heurtée au rigorisme des principes traditionnels du droit des sociétés. En l'absence de texte, la jurisprudence, qui n'a pris contact avec elle qu'à la faveur d'espèces souvent suspectes, ne l'a envisagée qu'avec la plus grande circonspection. Au surplus, elle a dû en connaître très tôt, à une époque où le droit commercial n'avait pas encore conquis son autonomie, à un moment où il était encore presque intégralement sous l'empire du droit civil. On s'explique donc que les tribunaux se soient montrés sévères à l'encontre de l'acquisition par la société, en adoptant une attitude extrêmement prudente, toute inspirée par la théorie civiliste des obligations. Il est plus surprenant que la jurisprudence n'ait pas éprouvé le besoin d'une évolution, au fur et à mesure que la théorie des valeurs mobilières, plus précisément la théorie des titres de crédit, se perfectionnait» (7).

9. Pour la jurisprudence classique en effet, l'acquisition par la société de ces titres ne pouvait guère être qu'un procédé d'extinction de la créance (8). Cette analyse reposait sur une logique acceptable en soi s'agissant de droits personnels : or les actions et parts sociales ne sont pas des droits personnels. Leur caractère impersonnel retirait sa force au raisonnement.

10. Par la suite, la réticence du droit français exprimée notamment par la Commission de réforme du code de commerce et du droit des sociétés (9) s'alimentera à d'autres sources : la protection des créanciers qui impose un principe de fixité et de sincérité du capital social ; la protection des actionnaires par le respect du principe d'égalité et l'exigence d'une conformité du rachat à l'intérêt social (10).

Elle triomphera dans la loi du 24 juillet 1966 qui posera un principe d'interdiction du rachat assorti de rares exceptions. En effet, la sévérité de la loi était si grande qu'il sera nécessaire rapidement de la tempérer : l'ordonnance n° 67-695 du 17 août 1967 (complétée par une ordonnance du 31 décembre 1970) permettra aux sociétés cotées en bourse d'acheter et de revendre leurs propres actions dans des conditions rigoureusement délimitées.

Fixité et sincérité du capital, égalité des actionnaires, ces principes tutélaires constituent dans la tradition française des contraintes essentielles, quoi qu'aménageables.

## 2° Les expressions du souhaitable

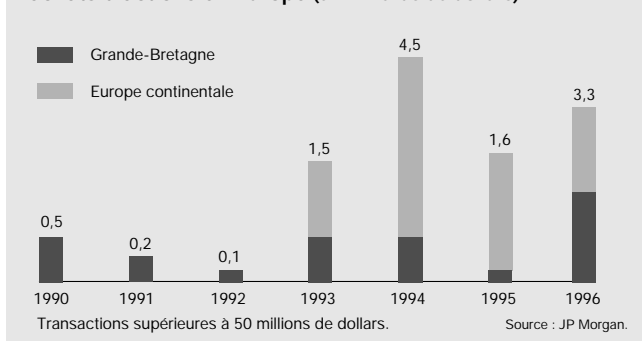
11. Déjà dans sa remarquable thèse soutenue en 1953, Mme Paulette Veaux-Fournerie avait plaidé la cause du rachat présenté notamment comme un «procédé de gestion de l'entreprise» (11) et comme un «moyen de lutte contre les facteurs hostiles extérieurs à l'entreprise» (12). Cette thèse très moderne et lucide avait été occultée par les solutions brutales de la loi du 24 juillet 1966. Il faudra donc attendre 1995 pour que resurgissent avec force les idées précitées et notamment la référence à un «procédé de gestion de l'entreprise».

12. Dans un premier temps ont émergé dans divers documents des lignes d'actions (13).

C'est le rapport du Sénateur Marini (14) qui est à l'origine d'une réflexion nouvelle sur la question du rachat, mais le rapport Marini se faisait surtout l'écho de préoccupations qui avaient été exprimées par la Commission des opérations de bourse (15). L'AFEP (16) s'était également prononcée pour la mise en place de rachat d'actions dans une optique de gestion financière. L'ANSA avait approuvé globalement la démarche (17). Mandaté par la Cob pour reprendre l'étude de la question, Bernard Esambert devait approfondir cette réflexion (18).

13. L'étude qui pouvait s'assimiler à une consultation de place compte tenu des nombreuses opinions recueillies approfondissait la démarche précédemment suggérée en lui donnant notamment un fondement macro-économique : le rachat permet à des sociétés qui ont des surplus de capitaux de les rendre au marché car celui-ci saura les utiliser au mieux des intérêts d'autres entreprises en manque de fonds propres (19). Ainsi la destruction de titres est une démarche utile dans un pays où le capital est rare et c'est bien le cas de la France. Sur un plan micro-économique, étaient repris et systématisés des arguments devenus aujourd'hui assez familiers :

## Rachats d'actions en Europe (en milliards de dollars)



• le rachat est un mode de création de valeur pour les actionnaires puisqu'il renforce le droit ou dividende, argument déjà implicitement aperçu par Thaller (20). Il s'agit d'un processus de destruction-crédation, la destruction de titres permettant d'offrir des liquidités aux actionnaires qui désirent quitter la société tout en augmentant mécaniquement le dividende des actionnaires qui demeurent. On mesure le chemin parcouru depuis la loi du 3 janvier 1983 : celle-ci avait institué le paiement du dividende en actions comme facteur d'accroissement des capitaux propres de l'entreprise et facteur d'enrichissement de l'actionnaire. C'est désormais la destruction des titres qui apparaît comme facteur d'enrichissement ;

• le rachat permet d'adapter la surface financière aux besoins réels de l'entreprise, argument qui était déjà central dans la thèse de Mme Veaux-Fournerie (21) ;

• le rachat constitue une défense anti-OPA. Ce dernier argument qui a été ensuite largement utilisé devant le Parlement est-il pleinement compatible avec la philosophie libérale qui anime l'ensemble de la démarche ? On peut en douter car les OPA assurent une certaine police du marché. L'hypothèse sous-jacente est ainsi celle déjà retenue par nombre d'auteurs que l'offre publique est un facteur extérieur hostile à l'entreprise (22), hypothèse tout à fait discutable.

A cet argumentaire central s'ajoutaient des arguments tirés du droit comparé et des pratiques internationales.

**14.** En termes de propositions, le rapport invitait pour l'essentiel à adopter un clivage simple :

- en deçà du seuil de 10 %, le principe à retenir serait un principe de liberté,

- au-delà du seuil de 10 %, la liberté céderait le pas à la «souplesse», la procédure d'offre publique de rachat d'actions demeurant obligatoire mais avec quelques aménagements.

La loi du 2 juillet 1998 a été très largement inspirée par ce rapport Esambert comme on va le voir maintenant.

## 2. Les apports du texte nouveau

**15.** La souscription de ses propres actions par une société demeure strictement interdite. Seul l'achat est envisageable. A première vue, on retrouve comme précédemment trois situations dont deux ne connaissent pas d'innovations de principe :

• le rachat en vue d'une réduction de capital non motivée par des pertes figure dans un article 217-I-A. Il s'agissait auparavant du deuxième alinéa de l'article 217 ;

• le rachat en vue de l'attribution aux salariés demeure prévu par l'article 217-1.

La troisième situation qui résultait de l'article 217-2 est par contre très nouvelle puisqu'il a création d'un cas général de rachat par novation d'un cas spécifique (1°). De même des nouveautés sont à signaler relatives à un assouplissement des modalités présidant au rachat (2°). La subsistance et le renforcement de la réprobation des achats indirects est un dernier point suscitant l'intérêt (3°).

### 1° La création d'un cas général de rachat par «novation» d'un cas spécifique

**16.** Le droit antérieur ne connaissait qu'un seul cas de dérogation à l'interdiction de rachat fondé sur une logique financière. L'article 217-2 autorisait en effet des rachats en vue de régulariser le marché des titres d'une société cotée. Il était toutefois bien difficile de voir dans cet article un blanc seing donné aux dirigeants de société. Outre le fait que la loi limitait étroitement la mise en œuvre de ce type de rachat, la Commission des opérations de bourse s'était employée à en restreindre encore l'usage.

**17.** La nouvelle rédaction de l'article 217-2 substitue donc à ce cas spécifique un cas général puisque le premier alinéa de l'article se borne à évoquer l'autorisation donnée par l'assemblée générale d'acheter un nombre d'actions représentant jusqu'à 10 % du capital de la société. Cette possibilité ne concerne que les seules sociétés anonymes cotées dont les actions sont émises sur un marché réglementé. Le fait d'avoir réservé le bénéfice de l'opération aux seules sociétés cotées peut apparaître singulier car on voit assez mal la justification d'une telle discrimination qui contribue à un certain «émiettement du droit des sociétés» (23). Il est également intéressant d'observer avec le Professeur Alain Viandier que ce rachat d'actions aux fins de gestion financière est désormais une opération «spécifique, indépendante d'une réduction de capital» compte tenu de la mise à l'écart des articles 25 et 216 de la loi du 24 juillet 1966 (24).

**18.** Le législateur ne fixe aucune contrainte quant à la finalité de l'opération. C'est à l'assemblée de définir désormais les finalités assignées au rachat.

Il ne fait guère de doute que la régularisation des cours continuera à apparaître comme des finalités possibles (25) ; pourra s'y ajouter la «correction d'un excès de fonds propres» (26), le «rééquilibrage du capital» (27), la nécessité de valoriser le titre ou tout autre motif (28), la seule limite paraissant découler en l'état actuel des textes de la théorie de l'abus de droit.

**19.** Le rachat peut porter tant sur des actions que sur des certificats d'investissement en application de l'article 217-10 L. 24 juillet 1966. La décision d'autorisation de l'assemblée générale désigne en tant que de besoin les titres visés par l'opération de rachat.

**20.** Le plafond de l'opération est limité à 10 % du capital et plus généralement il faut se souvenir qu'une société ne peut jamais détenir plus de 10 % de son capital. Le chiffre de 10 % s'entend donc toutes opérations de rachat confondues quel que soit le texte fondant chacune d'elles.

## 2° *L'assouplissement des modalités présidant au rachat*

**21.** Cet assouplissement concerne tant le cas de rachat en vue d'une réduction du capital non motivée par des pertes de l'article 217-I-A que le cas nouveau de rachat en vue de la gestion financière du capital de l'article 217-2.

- *S'agissant d'un rachat en vue d'une réduction non motivée par des pertes*

Sont levées les interdictions de procéder à une réduction de capital non motivée par des pertes par voie de remboursement en présence d'OBSA (article 194-4), d'obligations convertibles (article 195), d'obligations échangeables (article 206) ou d'autres valeurs mobilières composées. L'article 450 qui prévoyait des sanctions pénales est modifié en conséquence.

Est supprimée la sanction pénale de l'article 454 de la loi et avec elle l'obligation de communiquer le projet de réduction du capital aux commissaires aux comptes 45 jours au moins avant l'assemblée ; le rapport des commissaires aux comptes devra être communiqué aux actionnaires dans un délai fixé par décret.

Par contre, pour les sociétés cotées, le formalisme des OPRA semble devoir s'imposer (29). La procédure d'opposition des créanciers est par ailleurs maintenue.

- *S'agissant d'un rachat au titre de l'article 217-2*

**22.** La décision de l'assemblée générale précise la durée autorisée dans la limite de dix-huit mois, le volume des titres et le sort des actions rachetées. A la différence de la rédaction antérieure de l'article 217-2, l'autorisation de l'assemblée ne paraît plus nécessairement devoir fixer le prix maximum d'achat et minimum de vente. Toutefois, l'article 19,1 a de la deuxième directive européenne impose que soient précisées les contre-valeurs minimales et maximales (30).

La loi impose également une information du comité d'entreprise, information qui ne figurait pas dans le texte initial de la proposition de loi. La lecture des travaux préparatoires nous apprend peu de choses sur la logique de cette information du comité d'entreprise. Certes, une politique de rachat imprudente peut affecter la continuité de l'exploitation, ce qui pourrait justifier un déclenchement de la procédure d'alerte par le Comité. Aucune référence toutefois ne semble avoir été faite à une idée de ce type. Il a été simplement indiqué devant l'Assemblée Nationale que l'information des comités d'entreprise avait été organisée «afin que ceux-ci puissent avoir une connaissance parfaite des opérations» (31).

**23.** L'article 217-2 ne fait plus référence aux articles 215 et 216 de la loi du 24 juillet 1966. On en peut déduire que le droit d'opposition des créanciers n'a pas à être respecté. De même, n'a pas à être respecté le formalisme des OPRA.

Ces règles très souples amèneront souvent les sociétés à s'interroger sur la voie à suivre dès lors que l'on demeure dans la limite de 10 % : le rachat de l'article 217-2 sera sans doute assez systématiquement préféré compte tenu du fait que ce rachat pourra être «effectué au fil de l'eau». Reste que la formule «au fil de l'eau» peut apparaître quelque peu relative compte tenu des exigences de la Cob. En effet le règlement de la Commission 98-02 décide que tout émetteur souhaitant réaliser un programme de rachat de ses titres doit

établir une note d'information soumise au visa de la Commission préalablement à l'assemblée générale des actionnaires appelée à autoriser ce programme.

**24.** La réalisation du programme de rachat ne peut être engagée avant le visa de cette note d'information par la Commission des opérations de bourse (article 2). Quant à l'attribution de ce visa, la Commission dispose d'un délai d'examen du projet de note d'information de cinq jours de bourse suivant le jour de son dépôt. Si, dans ce délai, l'émetteur ne satisfait pas aux demandes d'explication ou de justification de la Commission, celle-ci peut soit prolonger ce délai d'une nouvelle période de cinq jours, soit, par décision motivée, refuser son visa. Elle informe l'émetteur concerné de cette décision et la porte à la connaissance du public par voie de communiqué. La Commission peut demander à faire figurer sur la note d'information un avertissement rédigé par ses soins (article 3).

L'article 2 détermine encore les conditions d'attribution de visa (32).

Les sociétés qui avaient sollicité l'autorisation de l'assemblée générale avant l'entrée en vigueur du règlement Cob n° 98-02 ne sauraient se considérer comme dispensées de l'établissement de la note d'information. En effet, l'article 8 contient une disposition transitoire qui doit couper court à toutes illusions : «*Les émetteurs qui ont été autorisés par leur assemblée générale à réaliser un programme de rachat avant l'entrée en vigueur du présent règlement établissent la note d'information selon les modalités prévues à l'article 2*».

Par contre, cette disposition ne nous paraît pas applicable aux sociétés émettrices qui, avant l'entrée en vigueur de la loi portant diverses dispositions d'ordre économique et financier du 2 juillet 1998, ont mis en place des opérations de rachat de titres en vue de la régularisation des cours.

**25.** Le vocabulaire employé par la Commission n'est pas neutre à notre sens : la Commission parle constamment d'un «programme de rachat», ce qui semble introduire ici encore une certaine rigidité peu compatible avec l'idée de rachat au fil de l'eau.

Reste que, une fois l'autorisation accordée, les dirigeants peuvent agir avec liberté pendant 18 mois.

## 3° *L'encadrement boursier de l'opération*

**26.** Dans le cas du rachat à des fins de gestion financière se pose la question d'un éventuel encadrement boursier de l'opération : volume maximum pouvant être traité, moment du rachat, possibilité de recourir à la technique des blocs structurants, etc.

Le règlement Cob n° 98-03 apporte ici un certain nombre de précisions dans un article 7 intitulé «*Légitimité des interventions*».

«*Légitimité des interventions.*

«*Les interventions des émetteurs ne doivent pas avoir pour objet d'entraver le fonctionnement régulier du marché et d'induire autrui en erreur.*

«*Ces interventions sont réputées légitimes lorsqu'elles obéissent aux conditions suivantes :*

«- *elles sont effectuées par un seul intermédiaire par séance de bourse, sauf pendant la période située entre l'annonce d'une émission et un mois après la cotation des titres émis lorsqu'elles sont faites en vue d'assurer la bonne fin de cette émission,*

«- elles ne peuvent être réalisées à un prix supérieur au cours de bourse quand les transactions sont réalisées par cessions de blocs, «- elles sont situées à l'intérieur de la fourchette définie par le cours le plus bas et le cours le plus élevé atteint au cours de la séance de bourse.

«Pour les titres cotés en continu :

«- elles ne concourent à la formation du cours ni avant l'ouverture de la séance de bourse, ni à l'ouverture de la séance ou à la première cotation du titre, ni à la reprise des cotations suivant une suspension, individuelle ou générale, ou une réservation du titre, ni, selon le cas, dans la dernière demi-heure de la séance de bourse ou au fixing de clôture,

«- elles n'ont pas pour objectif d'influer sur le cours de compensation d'un instrument financier dérivé du titre du capital,

«- elles représentent un volume maximal de 25 % de la moyenne des transactions quotidiennes constatées sur une période de référence précédant l'intervention de cinq jours de bourse pour les valeurs cotées sur le marché à règlement mensuel, trente jours de bourse pour les valeurs cotées sur les marchés dont les titres sont négociés au comptant, cette disposition ne s'appliquant pas aux transactions de blocs de titres.

«Pour les titres cotés au fixing, elles représentent un volume maximal de 25 % de la moyenne des transactions quotidiennes constatées sur une période de référence de trente jours de bourse précédant l'intervention».

Quant au recours à la technique des blocs structurants, il est prévu par l'article 2 du règlement Cob n° 98-02 qui évoque la part maximale du programme réalisé par voie d'acquisition de blocs de titres.

On observera à la lecture de ces dispositions que sont seuls autorisés les rachats au cours de bourse (... fourchette définie par le cours le plus bas et le cours le plus élevé...). A supposer que l'opération soit réalisée par une cession de bloc, elle ne peut être réalisée à un prix supérieur au cours de bourse. Ces dispositions paraissent interdire le dénouement sur le marché de gré à gré, solution contestable eu égard à la loi MAF (33).

#### 4° **Subsistance et renforcement de la réprobation des achats indirects**

27. La pratique antérieure connaissait des comportements choquants. Des dirigeants de sociétés-mères révélaient au public leur volonté de faire racheter par des sous-filiales les titres de leur société, comportement contraire aux termes même de la loi dans son article 217. «Sont interdits la souscription et l'achat par une société de ses propres actions, soit directement, soit par une personne agissant en son propre nom, mais pour le compte de la société».

Le rapport Esambert avait stigmatisé ces comportements (34). Le texte nouveau modifie peu le droit antérieur qui était en soi suffisant pour ajouter que seuls les prestataires de services d'investissement ou les membres des marchés réglementés pourront acheter des actions pour le compte de la société. Il était difficile de faire plus sauf à nier la personnalité morale des filiales.

En dépit de la promotion d'un principe général d'autorisation, l'article 217-9 n'est pas modifié dans son essence «Une société ne peut avancer des fonds, accorder des prêts ou consentir une sûreté en vue de la souscription ou de l'achat de ses propres actions par un tiers».

28. On sait que cette interdiction a été discutée quant à son fondement et que le vœu a été parfois émis de substituer là encore beaucoup de souplesse. Etant le plus souvent pré-

senté comme le corollaire de l'interdiction du rachat, l'assouplissement des règles régissant ce dernier aurait pu s'accompagner d'une remise en question de l'article 217-9. Dès lors que l'on voulait éviter toutes procédures de contournement, il était souhaitable de maintenir l'article dans sa rédaction de la loi du 30 décembre 1981. La seule modification intéresse les opérations effectuées en vue de l'acquisition d'actions par les salariés. A aucun moment des débats parlementaires il n'a été envisagé de remettre en cause le principe ou les termes essentiels de cet article 217-9 dont on sait par ailleurs que la jurisprudence fait une interprétation restrictive, seuls étant prohibés les prêts directs et l'utilisation en garantie des actifs même de la société dont les titres sont rachetés (35).

### 3. **Interrogations et questions en suspens**

29. La mise en œuvre des dispositions nouvelles suscite bon nombre d'interrogations ; certaines questions par ailleurs semblent demeurer en suspens.

Des difficultés apparaissent tant au moment du rachat des actions (1°) que lors des deux options qui caractérisent l'issue du rachat, à savoir la remise sur le marché des actions par cession au transfert (3°) ou l'annulation des titres (2°).

#### 1° **Conditions de l'achat des actions**

30. Eliminons tout d'abord le doute qui pouvait naître du fait que la loi donne compétence à l'«assemblée générale» sans autre forme de précision. C'est bien évidemment l'assemblée générale ordinaire qui est compétente pour décider le rachat (36). Par contre, si les titres doivent ensuite être annulés, seule une assemblée générale extraordinaire pourra décider le principe de cette annulation. Les solutions s'imposent avec une certaine évidence.

Dans le cas spécifique du rachat d'actions en vue d'une réduction du capital non justifiée par des pertes, le principe pour les sociétés cotées est celui de la mise en œuvre d'une offre publique de rachat d'actions (OPRA). Pour éviter cette procédure lourde, le rapport Esambert avait suggéré le possible recours à des bons de rachat d'actions (BRA).

31. Ce mécanisme est en gros le suivant. La société procède à une attribution gratuite d'options de vente à ses actionnaires ; les porteurs ont la faculté de vendre à la société à un prix déterminé une quotité d'actions pendant une période d'exercice donnée. Les bons sont cotés et négociables dès leur émission et pendant toute la durée de l'opération. Un tel instrument est utile tant pour les actionnaires que pour les sociétés (37). Il appartiendra à l'autorité de marché de se prononcer sur la possibilité d'utiliser de tels instruments (38) qui sont nécessairement problématiques du fait que, contrairement aux offres publiques de rachat, le prix ne sera pas communiqué à l'assemblée générale. Il n'y a pas contrôle du prix proposé dès lors que l'opération n'est pas soumise à la recevabilité du Conseil des marchés financiers. Certains auteurs considèrent que l'émission de ces BRA est d'ores et déjà permise : «rien n'interdit en effet à une assemblée générale décidant une réduction de capital non motivée par des pertes de prévoir, ou d'autoriser le conseil d'administration ou le directoire à prévoir la remise gratuite à chaque actionnaire d'un BRA par action et d'arrêter les conditions d'exercice de ces bons...» (39).

**32.** Une autre question est celle de la marge octroyée aux dirigeants pour faire de ce rachat une véritable arme anti-OPA. La mise en œuvre d'un programme de rachat en cours d'offre publique semble acceptable sous réserve d'une information de la Cob (40). Toutefois l'article 3 du règlement de la Commission interdit l'accroissement des participations d'auto-contrôle existant à la date du dépôt du projet d'offre (41). Si aucune modification de cette règle n'intervient, on peut s'interroger sur la possibilité réelle d'utiliser le rachat comme arme anti-OPA (42).

**33.** Enfin, la difficile question du risque de comportement d'initié ne peut être totalement écartée. La réglementation du rachat pour régularisation des cours imposait des rachats à contretendance, ce qui évacuait le problème. Rien n'est dit dans la loi mais on peut se référer au rapport Esambert qui émettait d'intéressantes suggestions : «*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*» (43).

Ces suggestions ont été reprises dans un règlement de la Cob qui définit des «périodes d'abstention» (44).

«*Sans préjudice des dispositions du règlement n° 90-08, un émetteur doit s'abstenir d'intervenir sur ses propres titres ; «- pendant une période de quinze jours précédant la date à laquelle ses comptes consolidés, ou, à défaut, ses comptes annuels, sont rendus publics, «- pendant la période comprise entre la date à laquelle cet émetteur a connaissance d'une information qui, si elle était rendue publique, pourrait avoir une influence significative sur le cours des titres de l'émetteur et la date à laquelle cette information est rendue publique.»*

**34** La véritable question est en fait de savoir si la société qui rachète ses propres titres est véritablement un investisseur comme les autres. L'article 8 du règlement précité de la Cob précise que les «périodes d'abstention dont on vient de faire état s'imposent» sans préjudice des dispositions du règlement n° 90-08 (45). On est là en présence d'une zone de difficultés importante.

## **2° Conditions de l'annulation des titres rachetés**

**35.** A supposer que la voie de l'annulation ait été retenue, la formule «*peuvent être annulées dans la limite de 10 % du capital de la société par période de 24 mois*» paraît difficile à mettre en pratique.

Aucun point de départ n'est fixé par la loi à la période de 24 mois. Dès lors se posent deux questions au demeurant parentes :

- le point de départ est-il l'assemblée générale décidant l'annulation ou au contraire la première annulation ? Il semble qu'il faille conclure au profit de la date de la première annulation,

- à supposer que l'on retienne la première annulation, une deuxième question surgit. Ou bien cette date fait courir le délai de 24 mois de manière fixe, le plafond du capital variant toutefois en fonction des augmentations de capital. Aujourd'hui, l'importance du capital différé émis par les sociétés rend les variations fréquentes. On se bornera donc à

recalculer les 10 % à partir du nouveau capital, tout au moins du capital dont les modifications auront été constatées par le conseil ou le directoire.

Ou alors, et c'est une deuxième lecture du texte, compte tenu du fait qu'aucun point de départ fixe n'a été imposé par la loi, on peut concevoir un système «glissant» : chaque fois que l'on procède à une annulation, on fait à nouveau courir le délai de 24 mois. Ce système qui a notre faveur n'est pas incompatible avec la lettre du texte ; on ne saurait exciper d'une contrariété avec l'esprit de la loi, les travaux préparatoires étant totalement muets sur la question.

## **3° Remise sur le marché**

**36.** Elle intervient dans le cadre d'une vente, d'un échange ou d'un apport. Comme au demeurant l'acquisition, la cession ou le transfert des actions rachetées peut intervenir «par tous moyens». La formule, de par sa généralité, nous paraît ici mettre fin à toutes controverses. Est-ce à dire que l'on pourra songer à des «échanges» d'actions : la réponse paraît devoir être positive car cela était déjà vrai sous l'empire du droit antérieur.

Est-ce à dire que l'opération peut se faire hors marché dans le respect des règles boursières ? Rien n'y fait a priori obstacle.

Le Conseil peut-il rétrocéder les titres à une valeur de convenance ? L'assemblée aura logiquement fixé des limites minimales et maximales.

## **4. Conséquences incidentes des opérations de rachat**

**37.** Les conséquences auxquelles on peut songer ne sont pas toutes nouvelles. Le rapport Esambert avait attiré l'attention sur l'exigence de transparence qui devait présider aux opérations de rachat. La société devra chaque mois informer le Conseil des marchés financiers des achats, cessions, transferts et annulations réalisés, le Conseil portant ces informations à la connaissance du public. Ces obligations figuraient déjà dans l'article 217-2.

Les émetteurs pour lesquels un programme de rachat de titres est en cours de réalisation informent également mensuellement la Commission des opérations de bourse du nombre des actions achetées et de leur coût moyen pondéré tant pour le mois écoulé que pour la période écoulée depuis le début du programme de rachat.

Ils déclarent à la Commission des opérations de bourse le nombre et les caractéristiques des titres annulés ainsi que la date d'effet de l'annulation.

De même, les personnes détenant seules ou de concert, plus de 10 % du capital de l'émetteur ainsi que les dirigeants de celui-ci informent mensuellement la Commission du nombre de titres qu'ils ont cédés à l'émetteur (46).

Enfin, les émetteurs déclarent à la Commission des opérations de bourse le nombre et les caractéristiques des titres annulés ainsi que la date d'effet de l'annulation.

N'est pas nouveau mais sans doute accru le risque de franchissement passif de seuils pour les actionnaires détenant des participations proches d'un seuil impliquant des obligations. Les actions rachetées étant privées du droit de vote, les pourcentages de détention devront être recalculés avec des dénominateurs en baisse. Il y aura donc bel et bien franchissement passif, ce franchissement pouvant à l'extrême limite

conduire au dépôt d'un projet d'offre publique obligatoire, ou pour le moins à une demande de dispense.

**38.** Indiscutablement, des modifications sensibles sont intervenues qui touchent au strict droit des sociétés. La question est maintenant de savoir si ces modifications ont fait l'objet d'un accompagnement fiscal adéquat.

## II Régime fiscal

### 1. *Rappel du traitement fiscal jusqu'alors réservé aux rachats d'actions propres*

**39.** Nous rappelons ci-après le traitement fiscal dont ont relevé jusqu'à présent les opérations suivantes réalisées par les sociétés sur leurs titres propres :

- achat pour régulariser les cours ou en vue de satisfaire à des engagements pris envers les salariés ;
- réduction sélective du capital (achat en vue d'annulation) à laquelle les sociétés cotées procèdent par la voie d'une offre publique et les autres en adressant une offre de rachat à leurs actionnaires ou à certains d'entre eux, ou encore en se portant acheteuses des actions dont le cessionnaire proposé n'a pas été agréé.

**40.** De telles opérations se prêtent fiscalement à deux qualifications possibles. Vues du côté de l'actionnaire racheté, elles se présentent comme une simple cession de droits sociaux relevant du régime des plus-values. Mais la somme que la société consacre à de tels achats consiste, de fait, en un désinvestissement, au profit de l'actionnaire, de fonds sociaux trouvant leur origine dans les apports, les bénéfices et les réserves. Analysé à la source, le profit réalisé par l'actionnaire peut donc correspondre en tout ou partie à une distribution. Cette distribution n'est toutefois pas susceptible de donner lieu à la délivrance d'un avoir fiscal (en raison de son caractère sélectif) ni par conséquent à un éventuel paiement de précompte mobilier. D'où un corps de solutions dont on voudra bien excuser la complexité.

#### 1° *Achats en vue de régularisation des cours*

**41.** Avant sa récente modification, l'article 217-2 de la loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales donnait aux sociétés la possibilité d'acheter en bourse leurs propres actions en vue de la régularisation des cours.

L'article 112-6° du code général des impôts prévoyait que dans cette situation les sommes versées à l'actionnaire ne sont pas considérées comme des revenus distribués. L'article 160 ter ajoutait que ces sommes ne donnent pas lieu à la perception de l'impôt sur le revenu. Cette disposition aurait dû mettre les personnes physiques cédantes à l'abri d'une imposition de leurs plus-values de cession. Mais cela aurait supposé qu'elles soient en mesure d'établir (comment l'auraient-elles pu, s'agissant par hypothèse d'opérations traitées en bourse) que leur acheteur était la société. Cette exonération présentait donc un caractère théorique. Les cédants étaient ainsi effectivement taxés sur leurs plus-values.

#### 2° *Achats d'actions en vue d'une attribution aux salariés*

**42.** Les sociétés, cotées ou non cotées, qui font participer leurs salariés à leurs résultats par attribution de leurs actions,

de même que celles qui ont consenti des options d'achat de leurs actions à leurs salariés ou dirigeants, sont tenues d'acquiescer les actions correspondantes et autorisées à le faire par l'article 217-1 de la loi du 24 juillet 1966.

L'article 112-6° du CGI prévoyait que les sommes ou valeurs attribuées aux actionnaires au titre du rachat de leurs actions effectué en vue de ces attributions ne sont pas considérées comme des revenus distribués. L'article 160 ter du CGI ajoutant que ces mêmes sommes ou valeurs ne donnent pas lieu à la perception de l'impôt sur le revenu, les personnes physiques cédantes ont pu, lorsqu'elles étaient informées de l'identité de leur acheteur (en pratique dans les sociétés non cotées), échapper à l'imposition de leurs plus-values. L'imposition sous le régime des plus-values était sinon la règle.

#### 3° *Achats autres que ceux précédemment visés*

**43.** Les achats d'un autre type, notamment ceux réalisés dans le cadre d'une offre publique, s'analysent au plan fiscal en une distribution de revenus mobiliers, non seulement à raison de l'excédent du prix de rachat sur le montant des «apports» compris dans la valeur nominale des titres annulés, mais encore, le cas échéant, à raison du montant même de ces apports si, et dans la mesure où, à la date du rachat, le bilan de la société en cause révèle l'existence de bénéfices non encore distribués ou de réserves autres que la réserve légale. Cela résulte de l'article 112-1° du CGI en vertu duquel une répartition n'est réputée avoir le caractère d'un remboursement d'apports que dans la mesure où il ne subsiste plus de réserves ou de bénéfices au bilan. Cette analyse comporte les conséquences suivantes que nous reprenons dans le détail car elles vont continuer de s'attacher à certains rachats, notamment ceux résultant d'une offre publique.

**44.** Actionnaires personnes physiques. L'imposition porte sur la fraction du remboursement représentative d'une distribution, elle-même limitée s'il y a lieu à la différence entre le montant du remboursement et le prix de souscription ou d'acquisition des titres annulés. L'impôt est dû au taux progressif (et il n'existe aucun avoir fiscal imputable).

**45.** Sociétés membres. Elles sont conduites à comparer la somme reçue en remboursement des titres annulés au prix de revient de ceux-ci.

S'il apparaît un excédent, le profit dégagé correspond à un revenu mobilier à hauteur de la distribution réputée faite par la société et à une plus-value de cession pour le complément éventuel. Chaque fois que la société membre a la qualité de société mère, le revenu mobilier réalisé par elle a le caractère d'un produit de filiale au sens de l'article 145 du CGI et ouvre donc droit à exonération (sauf dans le cas où les titres annulés ont été acquis depuis moins de deux ans). Dans le cas contraire, le revenu mobilier entre dans les bases de calcul de l'impôt sur les sociétés dû au taux plein (sans la compensation de l'avoir fiscal). Le traitement de la plus-value (imposition au taux réduit des plus-values à long terme ou imposition au taux normal) dépend du point de savoir si les titres annulés représentaient ou non une participation et, dans l'affirmative, de leur durée de détention.

Si le remboursement fait apparaître une perte, la société membre constate une moins-value de cession dont le traitement (moins-value à long terme ou perte directement déductible) dépend du point de savoir si les titres annulés

représentaient ou non une participation et, dans l'affirmative, de leur durée de détention.

## **2. Aménagements décidés par l'article 41 du DDOEF**

**46.** L'article 217-2 de la loi du 24 juillet 1966 est aménagé, on l'a vu, de manière à autoriser les sociétés cotées à acquérir en bourse un nombre (limité) d'actions propres, non plus seulement aux fins de régularisation du cours, mais aussi en vue d'annuler lesdites actions.

La possibilité donnée par l'article 217-1 aux sociétés, cotées ou non, d'acquérir leurs propres titres en vue d'une attribution aux salariés au titre de la participation ou pour alimenter un plan d'options est maintenue aux mêmes conditions.

### **1° Aménagements de la loi fiscale**

**47.** Ceux-ci sont au nombre de deux :

- sans modifier le paragraphe 6° de l'article 112 du CGI, qui écarte la qualification de revenus distribués pour «*les sommes ou valeurs attribuées aux actionnaires au titre de rachat de leurs actions, lorsque ce rachat est effectué dans les conditions prévues aux articles 217-1 ou 217-2 à 217-5, modifiés, de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales*», la loi nouvelle complète ce paragraphe par la phrase suivante : «*Le régime des plus-values prévu, selon le cas, aux articles 39 duodécies, 92 B ou 160 est alors applicable*» ;
- la loi nouvelle abroge l'article 160 ter.

### **2° Portée de ces aménagements**

**48.** Les achats en bourse d'actions propres en vue d'annulation étant visés dans le nouvel article 217-2, la qualification de revenus distribués sera écartée sur les sommes consacrées par la société à ces achats, comme elle l'était déjà dans le cas des achats pour régularisation du cours. Quel que soit le motif de la décision d'achat (annulation ou régularisation), l'imposition de l'actionnaire cédant s'opérera sous le régime des plus-values, et cela aussi bien lorsqu'il s'agit d'une entreprise (sur le fondement de l'article 39 duodécies) que lorsqu'il s'agit d'un particulier (sur le fondement de l'article 92 B ou de l'article 160).

La loi nouvelle confirme aussi, implicitement, que la qualification de revenus distribués doit continuer à être retenue pour les rachats non visés par l'article 217-2 précité ou par l'article 217-1 relatif aux attributions destinées aux salariés (voir infra n° 49).

**49.** L'actuelle exonération des cessions faites à la société émettrice par les personnes physiques en vue de permettre

à celle-ci d'attribuer des titres à ses salariés (actionnariat, plans d'options d'achat) disparaît en raison de l'abrogation de l'article 160 ter, cette aggravation prenant effet au 1<sup>er</sup> janvier 1998. Ces cessions sont désormais génératrices de plus-values soumises à l'imposition proportionnelle prévue selon le cas par l'article 92 B, 92 J ou 160 du CGI.

## **3. Récapitulation des règles fiscales devenues applicables aux rachats de titres propres**

**50.** Deux régimes d'imposition distincts coexistent désormais dans les cas de rachats de titres propres :

- le régime des plus-values, qui concerne l'ensemble des achats faits en bourse par les sociétés cotées (et notamment les achats pour annulation respectant la nouvelle procédure) et ceux faits par les sociétés non cotées en vue d'attribuer des titres à leurs salariés ;
- le régime des revenus distribués – assurant, comme on l'a vu (n° 44 et 45), aux sociétés mères actionnaires l'exonération totale ou partielle du remboursement suivant l'importance du revenu réputé distribué par rapport à leur profit effectif, mais entraînant une imposition au taux progressif des actionnaires personnes physiques – lequel continue de s'appliquer dans toutes autres situations, à savoir : dans les sociétés cotées en cas d'offre publique de rachat et, dans les sociétés non cotées, à l'occasion de tout rachat partiel non motivé par l'attribution de titres aux salariés.

**51.** On notera cependant que dans l'éventualité où les sociétés cotées seraient autorisées à recourir à l'émission de bons de rachat d'actions (voir supra n° 30), les titulaires d'actions désireux de renoncer à leur condition d'actionnaire obtiendraient en pratique une possibilité de sortie sous le régime des plus-values grâce à la cession en bourse de l'action et du bon.

\* \*  
\*

**52.** Les règles légales qui président désormais au rachat par une société de ses propres actions témoignent d'un réel souci de libéralisme, souci largement justifié par l'évolution du contexte international. On regrettera simplement que l'ampleur de la réforme soit limitée tant par des règles fiscales que par une réglementation Cob qui retire une partie de sa souplesse au mécanisme élaboré par le droit des sociétés (47). Reste également que l'on n'est sans doute pas allé jusqu'au bout de la logique libérale et que l'ouvrage sera à un horizon sans doute proche remis sur le métier. ■

(1) Alain Couret «Le rachat par une société de ses propres actions comme technique de gestion financière», *Banque & Droit* mai-juin 1997 n° 53 p. 3 et s.

Voir également pour un état du droit à la veille de la réforme J. de Kreuznach «L'acquisition et la détention par une société de ses propres actions», *Mélanges AEDBF-France 1997, Banque Éditeur*, 1997 p. 22.

(2) Loi n° 98-546 du 2 juillet, *JO* du 3 juillet 1998. Voir également arrêté du 21 août 1998 portant homologation du règlement de la Commission des opérations de bourse, *JO* 6 septembre 1998 p. 13621 et s. Règlement n° 98-02 relatif à l'information à diffuser à l'occasion de programmes de rachat de titres de capital admis aux négociations sur un marché régle-

menté. Règlement n° 98-03 relatif aux interventions des émetteurs sur leurs propres titres.

(3) La question a donné lieu à d'après discussions à l'Assemblée Nationale et le ministre de l'économie, des finances et du budget a dû s'engager assez fortement pour sauvegarder cette partie du projet. (On aura une idée de la vigueur des débats en consultant le *JO Débat Ass. Nat.* séance du 1<sup>er</sup> avril 1998 p. 2357 et s.).

(4) Cf. communication spéciale ANSA 6 mars 1998 n° 2934 «Rachat d'actions propres».

(5) Le terme «rachat» est peu approprié puisque la société ne commence pas par vendre les titres mais par les émettre. Cette objection est

classique en doctrine ; certains auteurs ont pu toutefois observer que l'expression «rachat de ses actions» avait le mérite de traduire l'idée de «retour» à la source (cf. Hamel-Lagarde-Jaufret «Droit commercial» 2<sup>e</sup> édition Tome I p. 548).

(6) Deuxième directive du conseil du 13 décembre 1976 77/91 CEE, articles 19 et s.

(7) «L'acquisition de ses propres actions ou parts sociales par la société émettrice», Thèse Rennes 1953 n° 333 p. 395.

(8) Le résultat était une analyse du rachat en un remboursement de la part sociale acquise. Le fisc n'a pas manqué de retenir une telle approche du problème parfaitement conforme à ses intérêts.

(9) Elle ne retenait que le rachat comme procédé de réduction du capital. Cf. Hamel-Lagarde-Jaufret «Droit commercial» Tome 1, 2<sup>e</sup> édition Dalloz 1980 p. 548.

(10) P. Veaux-Fournerie op. cit. n° 396.

(11) Op. cit. p. 7 et s.

(12) Op. cit. p. 19 et s.

(13) Cf. Alain Couret «Le rachat par une société de ses propres actions comme technique de gestion financière», *Banque & Droit* 1997 n° 53.

(14) «La modernisation du droit des sociétés», *La documentation française* 1996 p. 60 et s.

(15) *Rapport Cob* pour 1995 p. 39, Annexes du Rapport Marini p. 165.

(16) Note du 24 juin 1996.

(17) Bonnes feuilles du Comité juridique n° 2878-8 janvier-février 1997 n° 73.

(18) «Le rachat par les sociétés de leurs propres actions», *Cob* janvier 1998. Ce document a été analysé par Jean-Jacques Daigre in *RD bancaire et bourse* 1998 n° 65 p. 3 ; François Basdevant in *Droit des sociétés*, Actes pratiques 1998 n° 37 p. 3 ; Alain Couret in *Droit des sociétés* mars 1998 p. 4.

(19) Rapport p. 6.

(20) Note au DP 1883 I, III.

(21) Op. cit. p. 8.

(22) P. Veaux-Fournerie, Thèse précitée p. 19 et s.

(23) Cf. Alain Viandier «Le rachat d'actions après la loi» n° 98-546 du 2 juillet 1998 (article 41), *RJDA* 7/98 p. 592 § 12.

(24) A. Viandier, op. cit. § 17.

(25) Rapport Marini Sénat n° 413 p. 130.

(26) Rapport Marini Sénat n° 413 p. 130.

(27) Rapport Didier Migaud *Assemblée Nationale* n° 781 p. 258.

(28) Par exemple encore le rachat de titres correspondant à des rompus de titres correspondant à des échanges d'actions (*ANSA* note n° 2889 mars-avril 1997-6).

(29) Voir toutefois les développements du § 22.

(30) Alain Viandier article précité § 23 p. 594.

(31) *JO* Ass. Nat. 1<sup>er</sup> avril 1998 p. 2359.

(32) La note d'information indique : la répartition du capital de l'émetteur en faisant apparaître les titres qu'il détient directement ou indirectement ; les finalités du programme de rachat ; la part maximale du capital, le nombre maximal et les caractéristiques des titres que l'émetteur se propose d'acquérir et le montant maximal des fonds destinés à la réalisation du programme ; la part maximale du programme réalisée par voie

d'acquisition de blocs de titres ; la durée et le calendrier du programme de rachat ; les modalités de financement du programme de rachat ; les éléments permettant d'apprécier l'incidence du programme sur la structure financière, les résultats de l'émetteur, la valeur de l'actif net et le bénéfice net, par titre de capital ; les régimes fiscaux des rachats ; les intentions de la personne contrôlant, seule ou de concert, l'émetteur ; l'utilisation des titres rachetés.

Pendant la réalisation du programme de rachat, toute modification significative de l'une des informations énumérées ci-dessus doit être portée, le plus tôt possible, à la connaissance du public par voie de communiqué établi selon les modalités prévues par le règlement n° 90-02.

(33) Cf. Hubert de Vauplane «L'amélioration de la compétitivité de la place de Paris à l'heure du passage à l'euro : commentaires de la loi n° 98-546 du 2 juillet 1998». *Bull. Joly Bourse* p. 142 et s., spécialement p. 434.

(34) P. 22

(35) Cass. com. 15 novembre 1994 Petit contre Caisse centrale des Banques populaires, *Bull. Joly* 1995 § 16 p. 67 et s.

(36) Alain Viandier article précité § 20 p. 593.

(37) Voir Rapport Esambert p. 23 et s.

Pour les sociétés : 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 ; augmentation de la liquidité des actions sous-jacentes.

Pour les actionnaires : possibilité de bénéficier de l'effet de l'opération quel que soit le nombre d'actions détenues ; certitude pour les actionnaires individuels de ne pas être exclus de l'opération ; possibilité pour les actionnaires importants de sortir sans réduction de leurs titres. Voir encore sur les BRA : Xavier Thomin et Stéphane Halley «Le bon de rachat d'actions : un nouvel instrument financier», *Les Echos* mercredi 15 avril 1998.

(38) Le CMF aura sans doute une marge de manœuvre suffisante compte tenu des termes de l'article 181 du décret du 23 mars 1967 : «Lorsque la société a décidé de procéder à l'achat de ses propres actions en vue de les annuler et de réduire son capital à due concurrence, elle doit faire cette offre d'achat à tous les actionnaires. Ce qui est essentiel, c'est que des bons soient accordés à tous les actionnaires.

(39) Alain Viandier op. cit. n° 62.

(40) Article 3 du règlement n° 89-03.

(41) Alain Viandier article précité n° 33.

(42) Alain Viandier fait observer de ce point de vue que l'on peut s'interroger sur l'accroissement réel des participations d'auto-contrôle dès lors que les actions sont destinées à être immédiatement annulées.

(43) Rapport p. 39.

(44) Règlement n° 98-03 article 8.

(45) Règlement de la Commission des opérations de bourse relatif à l'utilisation d'une information privilégiée.

(46) Règlement Cob n° 98-02 relatif à l'information à diffuser à l'occasion de programmes de rachat de titres de capital admis aux négociations sur un marché réglementé (articles 5-7-6).

(47) Un auteur évoque un «gout d'amertume» s'agissant des deux règlements H. de Vauplane op. cit. loc. cit.