



**Hubert de Vauplane**  
Direction des affaires juridiques  
Paribas

## Actualités réglementaires

### ***Rachat par une société de ses propres titres. Utilisation des produits dérivés. Traitement comptable***

*Bull. Cob n° 332, février 1999, p. 1 et CNC, Avis du Comité d'urgence n° 98-D du 17 décembre 1998. Voir «Droit des marchés financiers», Litec, n° 898.*

• L'utilisation de produits dérivés (*call* ou *put*) dans le programme de rachat d'actions a soulevé différentes difficultés, conduisant la Cob à préciser leurs conditions d'utilisation dans son bulletin mensuel. A cet égard, il convient de s'interroger, une fois de plus, d'une part sur le pouvoir «normatif» de ce bulletin, et d'autre part sur la portée des exigences nouvelles apportées par rapport à la loi. Ainsi, on constate que la Commission demande que l'utilisation de produits dérivés comme moyen de rachats de titres soit prévue expressément dans la résolution de l'assemblée générale de l'émetteur autorisant de procéder à des rachats d'actions, et ce alors même que l'article 217-2 de la loi de 1966 indique que ce rachat peut s'opérer «par tous moyens».

Sous cette réserve (importante !), l'on constate que la Cob a été sensible à l'intérêt que représente l'utilisation de ces produits dérivés comme outil facilitant les opérations de rachat. Ainsi, la vente d'option de vente à un PSI représente un intérêt pour l'émetteur (différé de l'opération) et pour le marché. Pour autant, deux questions se posent, sempiternelles, concernant la manipulation de cours et l'égalité de traitement des actionnaires. Ces deux interrogations ont servi de fil directeur aux solutions proposées par la Commission.

En matière de manipulation des cours, une vente de *put* engage l'émetteur. Celui-ci ne peut pas se désintéresser de l'effet sur le marché de la position qu'il prend en ayant vendu de gré à gré des options de vente à un prestataire de services d'investissement. On a constaté, du fait de l'intervention induite sur le marché du titre en contre-tendance par le PSI, que celle-ci avait un effet bénéfique. Reste la question de la constitution du delta, donc de la première intervention de couverture sur le marché, dont on ne sait pas si elle a lieu en tendance ou en contre-tendance. Bien entendu, ceci est totalement dépendant des conditions de l'option. Si elle est très

«dans la monnaie», le delta sera proche de 1 et les interventions ultérieures en gamma seront pratiquement nulles. Si elle est très «en dehors de la monnaie», l'intervention du lendemain en delta sera très faible, le reste dépendant de l'évolution du cours. Tous les cas sont envisageables et la résolution du problème de l'intervention en delta entraîne celle d'une grande partie du problème. Il existe plusieurs manières de résoudre la question de l'intervention en delta. On peut mettre une contrainte sur le nombre d'options vendues, tellement restrictive que le produit perd tout son intérêt. On peut aussi, comme l'indique la Cob, prévoir la négociation entre l'émetteur et le PSI d'un contrat de prestation, prévoyant des modalités supplémentaires.

En matière d'égalité de traitement des actionnaires, par définition, une option est exercée si le prix d'exercice est supérieur au cours de bourse. Cela déroge fortement à la condition de légitimité figurant à l'article 7 du règlement n° 98-03. Dans ce cas, cela reviendrait à «sortir» un actionnaire minoritaire à un prix supérieur au prix du marché, prix auquel peuvent sortir tous les autres.

La Cob a trouvé dans l'article 45 de la loi MAF du 2 juillet 1996 le moyen de faire entrer de telles opérations dans un cadre licite, disposition qui permet de déroger, dans le cas de conventions complexes, à l'obligation de concentration des ordres sur un marché réglementé. La difficulté ici tient au fait que pour la Commission un contrat de prestation de rachat d'actions doit être mis en place pour bénéficier de l'avantage tiré de l'article 45 de la loi MAF et donc une livraison de bloc à un prix supérieur à celui du marché. C'est confondre l'opération et son support. En effet, l'utilisation d'un contrat optionnel suffit à qualifier l'opération de complexe, sans qu'il soit besoin en outre de recourir à la signature d'une convention particulière. En effet, l'utilisation de produits dérivés se concrétise par la conclusion d'un contrat optionnel, qui prend généralement la forme de l'additif technique «options sur actions» de la convention cadre AFB sur les marchés à terme, additif qui se suffit à lui-même.

Or, la confusion opérée par la Cob résulte d'une erreur dans l'analyse des relations entre le prestataire et l'émetteur. Selon la Cob, si l'on admet l'intervention du PSI pour le compte de l'émetteur, on donne une grande souplesse aux deux intervenants. Selon cette vision, contestable, il incombe à l'émetteur et au PSI d'ajuster les modalités concernant la vente des options, leur prix, leur nombre, etc., en fonction de

leurs techniques propres, conformes aux pratiques professionnelles, et en fonction de la connaissance qu'ils peuvent avoir du cours du titre. Le problème vient justement du fait que le prestataire de services d'investissement n'intervient pas ici «pour le compte de l'émetteur», mais pour son propre compte : le contrat optionnel est conclu directement entre l'émetteur et le PSI : il s'agit d'une opération de gré à gré entre un acheteur et un vendeur, et non d'une opération où le prestataire agit au titre d'un contrat de représentation, en l'occurrence un mandat. Cette confusion conduit la Cob à demander la mise en place d'une convention spécifique, en plus du contrat optionnel, convention qui détaillera les conditions de couverture du delta. Mais dès lors qu'il s'agit d'une pure opération de gré à gré, cette couverture du delta ne concerne que le seul prestataire, et la Cob (tout comme l'émetteur) ne devrait pas en être informée.

Par ailleurs, il apparaît à la Cob que l'option de paiement en espèces soit prohibée, ce qui est là aussi hautement contestable. On ne comprend pas la raison de fond qui conduit à cette restriction, tout au moins dans les cas autres que ceux visant à racheter ces titres en vue de leur annulation. En effet, dans ce dernier cas, il doit bien y avoir un «achat» de titres, et donc le recours à un paiement en espèces paraît contraire à l'esprit même du rachat. Par contre, dans les autres cas d'achat de titres, l'utilisation d'option avec faculté de paiement espèces ou dénouement uniquement en espèces devrait être autorisée : tel est notamment le cas dans la régularisation de cours où l'objectif n'est pas d'acheter des titres pour les annuler, mais de lisser l'évolution du cours du titre, ce qui peut être effectué en recourant uniquement à des produits optionnels.

La question de l'autocontrôle dans les opérations de rachat par une société de ses propres titres est une autre source de difficulté. A la suite du rapport Esember qui avait voulu éviter les pratiques de contournement, la Cob estime que les titres d'autocontrôle doivent être additionnés aux titres autodétenus pour le calcul du seuil de 10 %. Il convient de s'élever contre cette suspicion. La liberté d'une société agissant sur ses propres titres est inscrite dans la loi. La Cob doit se contenter de combattre les abus a posteriori, et ne pas qualifier à l'avance la simple application de la loi comme un abus potentiel.

- Le traitement comptable des titres rachetés dans le cadre d'un programme de rachat a été fixé par le Conseil national de la comptabilité. Selon ce dernier, dès lors qu'il n'est pas possible de déterminer par avance si les titres rachetés seront rapidement annulés ou feront l'objet d'une détention longue, il convient de traiter ces rachats de la manière suivante :

- les titres doivent être inscrits au compte 2771 «actions propres ou parts propres» parmi les titres immobilisés, et suivent leur évaluation et leur classement au bilan les règles propres à cette catégorie de titres ;

- lorsque les titres sont détenus explicitement dans le but de réduire le capital, ils sont inscrits au compte 2772 «actions propres ou parts propres en voie d'annulation», parmi les titres immobilisés. Leur valeur comptable n'est soumise à aucune dépréciation et reste égale à leur prix d'achat jusqu'à leur annulation dès lors que, dès l'origine, leur inscription doit être regardée comme équivalente à une réduction de capitaux propres ;

- lorsque tout ou partie des titres est dès l'origine affectée explicitement à l'attribution aux salariés ou destinée à

régulariser les cours, ces titres sont inscrits au compte 502 «actions propres», et suivent pour leur évaluation et leur classement au bilan les règles correspondant à cette catégorie de titres ;

- en cas de cession, le résultat est portée, selon le cas, au compte 6783 ou 7783 ;

- lorsqu'une société a acheté ses propres actions, elle en fait mention dans l'annexe. Celle-ci fait apparaître le nombre et la valeur des actions propres détenues à la fin de l'exercice ainsi que les mouvements intervenus au cours de l'exercice tant au compte 502, que 2771 et 2772. Elle mentionne, le cas échéant, la provision constatée sur les titres inscrits au compte 2772.