

Le rachat par une société de ses propres actions comme technique de gestion financière



Alain Couret
Professeur agrégé des Universités
Avocat
Bureau Francis Lefebvre

1. La question du rachat par les sociétés de leurs propres actions est une question classique du droit des sociétés qui semble faire l'objet d'un regain d'actualité depuis quelques mois. Des retouches au régime actuel contenu dans l'article 217 de la loi du 24 juillet 1966 ont été souhaitées par la Cob (1) et par le sénateur Philippe Marini dans son rapport (2) ; le ministre de l'économie et des finances a exprimé le vœu, lors de l'installation du Conseil des marchés financiers, qu'une réflexion soit engagée par ce dernier organisme sur les modalités de rachat par une société de ses propres actions (3). Lors de la présentation de son rapport le 29 avril dernier, le président de la Cob a également exprimé des vœux sur la question. La presse économique a fait état d'opérations importantes de rachat d'actions en soulignant certains aspects de l'opération moins familiers aux esprits français qu'à des experts anglo-saxons (4). De manière générale, les milieux patronaux semblent soucieux de favoriser les interventions des sociétés sur leurs propres titres.

2. La pratique du rachat est généralement perçue par les juristes de façon négative et cette perception trouve sa traduction dans la loi du 24 juillet 1966 franchement hostile aux opérations de ce type (5), hostilité encore renforcée par la transposition de la deuxième directive du Conseil des Communautés européennes (6). Ce comportement restrictif procède toutefois d'une approche très juridique de la question, approche qui semble loin de convaincre les décideurs financiers. Ceux-ci sont tentés de voir davantage dans le rachat une opération de gestion financière qui n'est au demeurant pas nécessairement contraire à l'intérêt social.

3. En fait, il faut distinguer aujourd'hui deux types d'opérations de rachat qui répondent à des logiques bien différentes :

- d'une part, les opérations de rachat qui se réalisent par voie de réduction de capital dans le cadre d'offres publiques de rachat (OPRA). Celles-ci obéissent à une logique purement financière mais se heurtent essentiellement à des contraintes fiscales,

- d'autre part, les opérations de rachat qui se réalisent sans réduction du capital et qui demeurent enserrées dans un régime juridique restrictif, ce qui leur retire toute possibilité de logique financière.

Les projets de réforme ont pour objectif de substituer à cette dualité une unité plus grande autour de l'idée de latitude financière.

4. Ces projets ne sont pas dissociables d'un contexte général économique et d'une évolution de la pensée financière. Le rachat d'actions n'est pas indifférent, en effet, à la logique qui tend à améliorer la condition de l'actionnaire. Au cours de l'année 1996, quelques titres parus dans la presse ont parfaitement mis en valeur le phénomène.

«*Le rachat d'actions au secours de la valeur actionnariale*» (7), «*Les entreprises rendent à leurs actionnaires les liquidités dont elles n'ont pas besoin au lieu de se lancer dans des diversifications*» (8) : tels sont quelques titres parmi les plus expressifs parus dans la presse économique. Le rachat d'actions s'inscrit ici dans une philosophie de l'intérêt social qui tend à privilégier l'intérêt des actionnaires, au moins à répondre à une pression très forte de ceux-ci (9). Cette pression a dicté la validation de certaines opérations en France.

On sait combien le thème de la création de valeur pour l'actionnaire est devenu un thème prégnant aujourd'hui : or le rachat par une société de ses propres actions est créateur de valeur par l'actionnaire (10).

5. Le rachat, par ailleurs, concourt à la reconnaissance de la fonction financière du capital social. Lors du colloque organisé en 1977 par l'Université Paris II sur le thème du «capital social» (11), l'accent avait été mis sur la dualité des fonctions du capital social : clef de répartition des droits des associés, gage des créanciers. La fonction «financière» du capital n'y apparaissait qu'en filigrane, ce qui n'avait rien d'extraordinaire dans une économie d'endettement (12).

Le financement par les marchés caractéristique d'une économie désintermédiée a fondamentalement rénové la

fonction du capital : les constantes améliorations portées au régime des émissions de titres sont un témoignage sensible de l'évolution. Au demeurant, les piliers classiques du raisonnement sont passablement ébranlés, les lézardes étant déjà visibles en 1977 : les jeux subtils liés au droit de vote font que la clef de répartition est partiellement étrangère à la géographie du capital social. Quant à la référence au gage des créanciers, c'est manifestement une vue de l'esprit dans une société cotée en bourse. Dès lors l'idée que les sociétés puissent procéder dans des périodes de baisse des taux d'intérêt à des arbitrages entre fonds propres et fonds d'emprunt apparaît cohérente avec la nouvelle dimension du capital social.

6. Pour la commodité de l'exposé, on reprendra successivement les deux cas de figure évoqués précédemment :

- le rachat d'actions avec réduction du capital,
- le rachat d'actions sans réduction du capital.

I Le rachat d'actions avec réduction du capital

7. Jusqu'à une époque très récente, les rachats en bourse d'actions pour réduire le capital demeuraient rares. Le rapport Cob pour 1995 par exemple en signale une seule. Les années 1996 et le début de l'année 1997 assistent par contre à une multiplication des opérations de ce type. En 1996 les sociétés Parfinance, Imafine, CTT Sceta, Zuber Laederich et IDI ont procédé à des opérations de ce type (13). Pour le 1^{er} trimestre 1997, sont annoncées ou en cours de réalisation les opérations De Dietrich qui a fait part le 19 février de sa volonté de racheter 18 % de ses actions, Siparex qui se propose de racheter une action sur huit, la Compagnie de navigation mixte (14) qui elle espère racheter 40 % de son capital actuel, NSC Groupe qui entend racheter 23 % de son capital. Des groupes comme Schneider ou CGIP (15) ou encore la Seita font savoir qu'ils réfléchissent à la formule. Elf-Aquitaine et Total ont initié des opérations considérables : rachat de 15 % des actions par Elf (Balo du 9 avril 1997 p. 2 536), rachat de 6,2 % des actions par Total (Balo du 7 avril 1997 p. 2 421). L'ampleur de ces rachats mérite attention. On s'arrêtera un instant sur la motivation de ces opérations (A) avant que de rappeler les grandes lignes de leur régime juridique et fiscal (B).

A La motivation des opérations de rachat

8. Il ne fait guère de doute que les sociétés françaises obéissent pour une large part à une sorte de tropisme à l'égard du monde anglo-saxon coutumier des opérations de rachat (1). Au-delà de l'influence internationale, des considérations spécifiques de logique économique président aux choix annoncés (2).

1. Les incitations venant du marché anglo-saxon

9. Les opérations de rachat ont été très nombreuses au Royaume-Uni et aux États-Unis ces dernières années. Le volume des rachats d'actions en Grande-Bretagne excède notablement le volume cumulé des rachats dans les autres

pays d'Europe. La presse économique s'est fait cependant l'écho de l'annonce, par le Chancelier de l'échiquier, de la suppression de l'avantage fiscal consenti à certains actionnaires lors du rachat par les sociétés de leurs propres actions, ce qui aurait stoppé certaines opérations (16). Il y aurait là la source d'un possible reflux.

Aux États-Unis par contre, il semble bien que les contraintes réglementaires soient très modestes, ce qui peut expliquer l'abondance des opérations de rachat dans un contexte de grande souplesse fiscale. A vrai dire, il semble surtout que l'arbitrage distribution de dividendes/rachat d'actions se fasse plus volontiers au profit du rachat, la distribution de dividendes étant fiscalement coûteuse.

Il ne fait pas de doute que cette prégnance des mœurs anglo-saxonnes a eu des effets sur le mouvement actuel de développement des offres publiques de rachat en France.

2. Les considérations spécifiques

10. Les opérations de rachat d'actions font l'objet d'approches souvent très négatives dans la littérature américaine, une série d'arguments critiques étant mis en avant :

- le rachat d'actions peut servir à dissimuler la mauvaise gestion de la société ;
- il peut contribuer à réaliser une liquidation progressive et discrète de la société (17) ;
- réalisant un changement de la structure du bilan, notamment au cas de réduction du capital, il menace la survie à long terme de la société et prive l'entreprise de l'effet de taille ;
- l'importance des investissements consacrés à des rachats peut affecter l'outil de production au détriment des meilleures opportunités d'investissement ;
- lorsque le régime fiscal est favorable, l'opération de rachat peut parfois réaliser une distribution camouflée des dividendes ;
- le rachat contribue à une diminution de la garantie des tiers : à la limite il opère un transfert de valeurs des créanciers vers les actionnaires ;
- le rachat présente un risque pour le respect de l'égalité entre actionnaires ;
- faussant l'équilibre normal du marché, il limite les facultés de remplacement des dirigeants (18) en rendant plus délicate une éventuelle prise de contrôle.

11. L'actuel développement des rachats d'actions permet au contraire de mettre en valeur les aspects positifs, pour l'actionnaire, du rachat. Le rachat crée de la valeur pour les actionnaires. Cette création se réalise de deux manières :

- en cas de rachat par offre publique, l'opération est susceptible de faire naître une prime au profit des actionnaires vendeurs. Sur le marché bancaire, la prime a évolué entre + 5,1 % et 150 % en 1996 (19),
- au profit des autres actionnaires, le rachat peut créer un effet positif sur le bénéfice par action ou l'actif net par action.

Cette préoccupation de l'actionnaire est parfois dictée par l'attitude de celui-ci qui impose le rachat lorsqu'il dispose d'une influence suffisante.

12. Une deuxième motivation tient au fait que, dans une période de taux d'intérêt plutôt très bas, une trésorerie abondante ne peut plus être rémunérée dans des conditions suffisantes : l'actionnaire se voit donc restituer une partie de cette trésorerie.

Un récent communiqué de la société De Dietrich paru dans la presse financière illustre bien les diverses facettes de l'opération.

«*En raison principalement de la filialisation de plusieurs activités au cours des dernières années, De Dietrich et Cie dispose d'une importante trésorerie placée au 31 décembre 1996, représentant globalement 675 MF dont 505 dans les holdings hors effets clients remis à l'encaissement.*

«*D'après les prévisions établies, cette trésorerie devrait s'améliorer à nouveau en 1997 du fait des cash-flows disponibles.*

«*Le conseil d'administration a constaté que la trésorerie du groupe apparaissait dès lors excessive compte tenu, d'une part, des besoins de l'activité et, d'autre part, de l'absence sur le marché actuellement de sociétés susceptibles d'être achetées à un prix permettant un retour sur investissement conforme aux critères de rentabilité du groupe.*

«*Prenant en compte la baisse des taux d'intérêt, l'opération projetée vise à optimiser l'utilisation de la trésorerie en remboursant à ses actionnaires une partie des capitaux mis à la disposition de l'entreprise ; De Dietrich conserve ses ambitions de développement dans ses métiers actuels. La trésorerie résiduelle et la forte capacité d'endettement du groupe lui permettront de poursuivre sa politique de croissance en arbitrant entre fonds propres et fonds d'emprunt.*

«*Cette opération s'inscrit par ailleurs dans la politique de fidélisation des actionnaires menée par De Dietrich depuis de longues années. Tout en offrant une liquidité sur une partie du capital, elle contribuera à accroître la valeur des actions de la société : la réduction du nombre d'actions consécutive à cette opération devrait en effet avoir un impact positif sur le bénéfice net par action compte tenu, d'une part, du prix retenu pour l'offre et, d'autre part, des taux d'intérêt dont aurait pu bénéficier la trésorerie affectée au rachat des actions. Cet impact devrait être d'environ 16 % en année pleine dans l'hypothèse d'un succès de l'offre à 100 % compte tenu d'un taux de placement de la trésorerie de 5,20 %.*»

13. D'autres motivations plus singulières peuvent apparaître mais qui ne semblent pas avoir donné lieu à mise en œuvre, sauf très rares exceptions. Une offre publique de rachat peut servir à préparer la dissolution ultérieure de la société, cette démarche étant préférée au remboursement d'apport. Elle peut permettre encore de scinder un groupe en plusieurs sociétés : une société décide de filialiser une activité ; elle lance ensuite une offre publique de rachat de ses propres titres qui sera rémunérée par des titres de la nouvelle filiale (20).

B Régime juridique et fiscal de l'opération

14. L'opération est enserrée dans des contraintes juridiques non négligeables (1) ; elle est surtout pénalisée par son régime fiscal (2).

1. Régime juridique

La réduction du capital n'étant pas motivée par des pertes, celle-ci n'est pas toujours possible compte tenu de certains obstacles : émission par la société d'obligations échangeables (L 206 al. 1), d'obligations convertibles (L 195 al. 5) ou encore d'obligations à bons de souscription (L 194-4 al. 1^{er}). Parfois le rachat est contraint par un ordre de

priorité : la société qui a émis des actions à dividende prioritaire sans droit de vote doit racheter prioritairement ces actions prioritaires (article L 269-7 al. 2). La procédure est ensuite assez lourde à mettre en œuvre et plus particulièrement pour une société cotée : dans ce cas en effet, il sera nécessaire de procéder à une offre publique de rachat comme le précise l'article 181 du décret du 23 mars 1967.

«*Art. 181. 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.*

«*A cette fin, un avis d'achat est inséré dans un journal habilité à recevoir les annonces légales dans le département du siège social et, en outre si la société fait publiquement appel à l'épargne, au Bulletin des annonces légales obligatoires.*

«*Toutefois, si toutes les actions de la société sont nominatives, les insertions prévues à l'alinéa précédent peuvent être remplacées par un avis adressé, par lettre recommandée et aux frais de la société, à chaque actionnaire.*»

Cette offre est une offre simplifiée au terme de l'article 5-3-2 du règlement CBV. L'article R 14 du règlement Cob n° 89-03 oblige pour sa part l'initiateur à rédiger une note d'information quand la société procède au rachat de ses actions.

La Cob se montre vigilante quant à la mise en œuvre de cette offre publique, comme en témoigne son rapport pour 1992. La Commission déclare avoir été particulièrement attentive à l'information délivrée sur les motivations et les conditions de l'opération (21).

Par contre, on rappellera que des règles assez souples président à la prise de décision puisque l'article 215 de la loi du 24 juillet 1966 autorise la délégation. «*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 procès-verbal soumis à publicité et procède à la modification corrélative des statuts.*»

On peut néanmoins s'interroger sur les limites de cette souplesse compte tenu de l'obligation faite aux commissaires aux comptes de formuler une appréciation sur les conditions de la réduction.

2. Statut fiscal

15. La réduction du capital non motivée par des pertes est lourde pour les actionnaires comme le note justement le rapport Marini (22). Les actionnaires sont en effet imposés à l'impôt sur le revenu et non au régime des plus-values de cession. L'opération de rachat par une société de ses propres actions ou parts en vue de leur annulation a en effet la nature juridique d'un remboursement et non d'une cession de titres. Le gain réalisé par le propriétaire des titres rachetés constitue donc un revenu mobilier imposable au barème progressif de l'impôt sur le revenu (art. 109-1, 112 et 158-3 du CGI) et non un gain imposable au taux réduit de 16 % dans la catégo-

rie des bénéficiaires non commerciaux (23). Les sommes reçues étant considérées comme des revenus mobiliers n'ouvrent pas droit à l'avoir fiscal à l'inverse de ce qui se produit pour les dividendes. Il y a sans doute là un obstacle majeur au développement de la pratique en France : les sociétés sont privées de la possibilité d'arbitrer entre rachat d'actions et distribution de dividendes

La solution retenue par le droit fiscal est passablement inéquitable : lorsque l'associé se retire en cédant ses titres à un tiers, il bénéficie du taux réduit des plus-values ; lorsque l'associé fait racheter ses titres par la société, il supporte l'impôt sur le revenu au taux progressif (24).

Certes un arrêt du Conseil d'État (25) avait laissé penser qu'une évolution des conceptions était en cours : en réalité, cet arrêt n'a rien modifié comme on le relève communément (26).

Pour tourner les difficultés, la pratique a recours à diverses méthodes, les titres étant cédés puis rachetés par une personne morale, la cession profitant de la hausse du cours du marché consécutive à l'annonce de l'offre publique de rachat. C'est une sorte de portage des titres qui est réalisée, solution qui n'est pas sans risques. Il semble toutefois que la jurisprudence fasse preuve de tolérance à l'égard de ces opérations (27).

II Les rachats d'actions sans réduction du capital

16. C'est évidemment la question qui fait l'objet de discussions dans la mesure où l'environnement juridique est peu favorable. Après un rappel des règles applicables (A) ; on fera état des perspectives qui s'ouvrent pour d'éventuelles retouches (B).

A Rappel du droit

Fondamentalement, le rachat par une société de ses propres actions hors réduction du capital apparaît comme une pratique interdite (art. L 217) (1). Cette interdiction de principe supporte toutefois quelques dérogations (2).

1. Le principe : l'interdiction de racheter

17. L'interdiction de racheter repose sur des justifications très anciennes que l'on se forcera à rappeler brièvement avant que de préciser l'étendue de cette interdiction.

Très classiquement, la doctrine considère qu'une société ne peut être à la fois créancière et débitrice d'elle-même. Ce rachat introduit une confusion des qualités qui est conceptuellement dérangeante (28).

La deuxième directive n° 77-91 du 13 décembre 1976 modifiée par la directive n° 92-101 du 23 novembre 1992 indique que l'objectif de l'interdiction est de maintenir l'intégrité du capital et l'égalité des actionnaires.

Par ailleurs, la crainte de voir la société spéculer sur ses propres titres est une deuxième motivation traditionnellement mise en avant.

18. Il n'y a guère de discussions sur l'étendue de cette interdiction. La Commission des opérations de bourse et le Conseil des bourses de valeurs ont indiqué dans leurs «Prin-

cipes généraux» que les interventions d'une société cotée sur le marché des warrants portant sur ses actions doivent être effectuées dans le respect des dispositions de l'article 217-2 de la loi du 24 juillet 1966, solution qui s'imposait logiquement (29).

19. Moins évidente est la question du rachat indirect d'actions. Il s'agit sans doute là de l'une des dernières zones d'incertitude dans la connaissance de la réglementation actuelle. L'interdiction s'applique également aux opérations qui pourraient être effectuées par un prête-nom agissant en son propre nom mais pour le compte de la société. Une telle interdiction ne s'applique-t-elle pas aux hypothèses de rachat par une sous-filiale des actions de la société mère (30) ?

Récemment, plusieurs grands groupes ont procédé de cette manière (31) ce qui n'a pas manqué de susciter quelques réserves. Il semble bien que l'on puisse raisonner simplement en cette matière. Une sous-filiale n'est pas nécessairement présumée être un prête-nom. Tout dépend de l'autonomie dont elle dispose ; tout dépend des contraintes qui ont éventuellement pesé sur elle pour décider de ce rachat ; tout dépend sans doute encore de l'origine des fonds qui ont servi au rachat (32).

Messieurs Cozian et Viandier précisent de la manière suivante le «cahier des charges» de la sous-filiale, rempli dès l'instant où :

- elle agit de manière autonome,
- l'opération participe de son objet social,
- elle dispose des moyens financiers nécessaires,
- elle opère sans l'aide et l'assistance de la société mère,
- l'achat n'est pas contraire à son intérêt social (33).

20. En tout état de cause, il paraît nécessaire de démontrer que la filiale a servi de prête-nom. On peut en effet parfaitement imaginer que la sous-filiale ait acquis dans son intérêt personnel des actions de sa grand-mère.

En l'absence d'un véritable droit des groupes, chacune des entités est juridiquement autonome et doit donc disposer de la plus grande marge de manœuvre. Le législateur n'a pas envisagé une présomption légale d'interposition de personnes (34). Par ailleurs, argument peut être tiré d'une directive du 23 novembre 1992 qui prévoit que l'acquisition effectuée par une filiale sera réputée comme étant faite par la société anonyme elle-même. Toutefois, les États membres peuvent ne pas retenir cette présomption lorsque les droits de vote attachés à ces actions d'auto-contrôle sont suspendus, solution que le droit français a fait sienne (35).

21. L'article 217 de la loi du 24 juillet 1966 n'est pas le seul obstacle. Si en effet cet article peut être contourné dans les conditions précédemment exposées, l'interdiction des participations croisées demeure : l'argument toutefois, s'il vaut pour une filiale, ne vaut pas pour une sous-filiale. La Cob en effet considère que l'interdiction ne vise pas l'acquisition de participations croisées indirectes par l'intermédiaire de sous-filiale (36).

Reste bien évidemment que lorsque les dirigeants d'un *holding* de tête annoncent de façon peu discrète qu'ils entendent faire racheter les titres dudit *holding* par une sous-filiale, les doutes les plus grands peuvent être émis quant à la validité de l'opération (37).

2. Les dérogations à l'interdiction de racheter

22. Les dérogations sont bien connues et exposées dans tous les manuels classiques de droit des sociétés. On se bornera à rappeler deux aspects du régime restrictif de ces dérogations :

- une énumération limitative,
- un régime restrictif de mise en œuvre.

L'énumération est limitative. Si on laisse de côté la pratique peu courante du rachat en vue de faire participer les salariés aux résultats de l'entreprise ou du rachat par les sociétés qui consentent à leurs salariés des options d'achat de leurs actions, il reste une exception significative dont la finalité n'est pas étrangère à une optique de gestion financière : il s'agit pour les sociétés cotées de la possibilité de mener des opérations de régularisation des cours (art. 217-2).

23. Le régime de mise en œuvre est restrictif. Le rachat pour régularisation des cours doit être autorisé par l'assemblée générale ordinaire, la Cob attachant une présomption de légitimité au respect de conditions assez rigoureuses (38). A cela, il faut ajouter un certain nombre de contraintes techniques :

- les titres acquis ne peuvent conduire la société à détenir plus de 10 % de son capital social, compte tenu des titres qu'elle détient déjà ;
- l'acquisition ne peut avoir pour effet d'abaisser les capitaux propres à un montant inférieur à celui du capital augmenté des réserves non distribuables ;
- les actions rachetées entrent dans le portefeuille titres de la société, mais perdent tous leurs droits (droit de vote, droits aux dividendes...) à l'exception du droit d'attribution. La société peut par la suite les revendre sur le marché, les utiliser pour procéder à des acquisitions ou les attribuer aux salariés, voire les annuler si l'assemblée générale des actionnaires le décide ;
- 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 ;
- la société doit informer la Commission des opérations de bourse des opérations qu'elle envisage et lui rendre compte des acquisitions réalisées, tenir un registre des achats et ventes et donner une information dans le rapport annuel sur les opérations effectuées.

B Les perspectives d'évolution

24. La réflexion actuellement en cours sur un éventuel assouplissement des dispositions de la loi du 24 juillet 1966 s'inscrit d'abord dans un contexte général d'évolution des conceptions dont il convient de prendre acte (1). On examinera ensuite le détail des modifications envisagées par certains (2).

1. Les facteurs d'évolution des conceptions

25. L'idée exprimée par le sénateur Philippe Marini de promouvoir une vision du rachat dominé par les exigences de la gestion financière s'inscrit dans un courant d'idées qui mérite attention.

La philosophie d'une éventuelle réforme se rattache à une logique défendue par certains financiers qui considèrent que les actions propres rachetées ne sont pas nécessairement vouées à l'annulation mais plutôt assimilables à une matière

première stockée ou transformée aux meilleurs conditions du moment. La firme peut alors opérer sur ses propres actions pour profiter par exemple du cours compétitif de ces actions. Une telle conception qui assimile les actions à un actif social peut aboutir à la réalisation par la société de plus-values sur des rachats d'actions, ce qui améliore sa performance financière.

2. Les propositions de réforme

26. Une première série de propositions est contenue dans un rapport de la Cob. La Commission des opérations de bourse témoigne dans son rapport pour 1995 d'une certaine faveur pour un assouplissement des règles. Elle se prononce en effet en faveur de l'extension des possibilités offertes par l'article 217-2 : le rachat serait étendu à tous les titres composés donnant accès au capital (39).

Par ailleurs, Pierre Fleuriot (40), directeur général de la Commission s'est prononcé en faveur d'une clarification du sens de l'article 217-2 de la loi du 24 juillet 1966, clarification dont les termes sont pour l'essentiel repris dans le rapport Marini (41), rapport qui s'efforce à la fois de suggérer des améliorations techniques du système actuel tout en songeant à des évolutions plus amples.

27. S'agissant de simples améliorations techniques, il est suggéré de rédiger différemment l'article 217-2 qui réglemente le rachat à des fins de régularisation des cours (42). Comme on y a fait précédemment référence, la Cob avait émis le vœu que soit clarifié le sens de l'article 217-2 «*en précisant qu'il s'applique non seulement aux achats mais aussi à la vente par une société de ses propres titres, en prévoyant une information du public par le Conseil des bourses de valeurs concernant les achats et les ventes faites par un émetteur dans ce cadre, et en posant que les interventions en régularisation de cours doivent respecter les modalités fixées par l'assemblée générale pour les cessions au transfert de titres par tous moyens, y compris hors marché*» (43). Ces préoccupations se retrouvent dans les conclusions du sénateur assorties de quelques autres précisions techniques.

En fait, il ne s'agit là que de réparer des erreurs commises dans le passé. La loi DDOEEF du 8 août 1994 était venue corriger certains défauts techniques de l'article 217-2 (44), mais elle l'avait fait d'une manière quelque peu brouillonne en laissant la pratique insatisfaite (45).

28. Le rapport Marini se prononce aussi pour que soit ouverte la possibilité de rachat par les sociétés de leurs propres actions à des fins différentes de la régularisation des cours et très particulièrement dans une perspective de gestion financière. Ces rachats interviendraient sur décision de l'AGO par achat sur le marché ou dans le cas d'une offre publique. Ils seraient limités à 10 % du capital (46) en tenant compte également des actions détenues au titre de la régularisation des cours et des options d'achat (47). Dans un sens très voisin se prononce l'AFEP ; Michel Prada, président de la Commission des opérations de bourse, estime que la possibilité pour une société de racheter ses propres titres «*doit être élargie, mais contrôlée afin d'éviter les effets pervers associés aux conditions de préemption des titres concernés*».

Bien sûr, on peut faire à ces projets le reproche d'une certaine imprécision. Comme le fait remarquer non sans pertinence un auteur, le rapport Marini est assez peu disant sur ce que pourrait être ce nouveau régime (48).

29. Cette dernière proposition mérite cependant à notre sens beaucoup d'attention. Si l'on peut en effet discuter de l'importance de tel ou tel effet de mode et ne pas forcément vouloir céder à l'exemple anglo-saxon, la prohibition du rachat par une société de ses propres actions apparaît comme un facteur de rigidité qui n'est pas intégralement justifié. Les sociétés cotées en bourse ont besoin d'une certaine liberté pour opérer sur leur propre capital, liberté qui n'est vérita-

blement dangereuse qu'autant qu'elle n'est pas contrôlée par l'assemblée générale des actionnaires et enfermée dans des limites bien déterminées.

D'une certaine manière c'est d'un retour partiel à l'état de droit antérieur à la loi du 24 juillet 1966 qu'il s'agit, état de droit qui était tolérant à l'égard du rachat (49). Il n'est pas évident que ce retour en arrière soit une régression. ■

(1) Rapport 1995 p. 39-40.

(2) «La modernisation du droit des sociétés», *La documentation française* 1996 p. 60 et s. Par contre, la question n'est pas évoquée tant dans les propositions CNPF «Pour une réforme en profondeur du droit des sociétés» que dans les principales propositions présentées à l'automne 1996 par la Chambre de commerce et d'industrie de Paris sous le titre «Ce qu'il faut changer en droit des sociétés».

(3) Actualité française n° 309 - 06.11.1996 p. 2.

(4) Voir Pascale Besses-Boumard et Pascal Henisse «Le rachat d'actions au secours de la valeur actionnariale», *Les Échos* 8 octobre 1996 p. 26, Arnaud Leparmentier «Les groupes anglo-saxons multiplient le rachat de leurs propres actions : les entreprises rendent à leurs actionnaires les liquidités dont elles n'ont pas besoin au lieu de se lancer dans des diversifications», *Le Monde* du 23 mai 1996 p. 16, «Mise sur les sociétés qui rachèteront ... leurs propres titres !», *La vie française* du 30 novembre au 6 décembre 1996 p. 14 et s.

(5) Cf. Hamel-Lagarde-Jauffret «Droit commercial» Tome 1 vol. II 2^e édition Dalloz 1980 n° 756 p. 547.

(6) Loi n° 81-1162 du 30 décembre 1981.

(7) *Les Échos* du 8 octobre 1996 précité.

(8) *Le Monde* 23 mai 1996 p. 16 par Arnaud Leparmentier.

(9) Aux États-Unis, les fonds de pension votent systématiquement pour les rachats d'actions propres (voir IRCC Agefi du 12 avril 1995).

(10) Cf. le thème est présent tant dans l'actualité journalistique que dans la littérature financière à caractère scientifique. Sur ce dernier aspect, voir Gérard Charreaux, «Gestion financière» *Litec* 1997. Sur les aspects d'actualité de la création de valeur, voir entre autres Thomas Le Massonin, *Les Échos* 20 mars 1997 «Total opte pour le paiement intégral des dividendes en espèce». Lucile Chevallard et Pascal Chevelot «Création des valeurs : dix façons de doper son cours de bourse» *Option finance* n° 441, 3 mars 1997. Frédéric Delaude «La valeur actionnariale est un facteur de croissance pour les entreprises» *Agefi* jeudi 6 mars.

(11) Le capital social : grandeur ou décadence ? Les actes de ce colloque ont été simplement multigraphiés.

(12) Cf. néanmoins le rapport du professeur Barthélémy Mercadal «Une interprétation des relations du capital et de l'actif social» dont la conclusion était ainsi rédigée : «c'est donc que dans la vie économique le capital joue encore un rôle. Il traduit la force et la sincérité de l'engagement des fondateurs de l'entreprise. Son montant fait foi du degré d'engagement des détenteurs de capitaux à soutenir les entreprises qu'ils exploitent. Le capital traduit ainsi leur volonté de relever le risque économique. Mais alors n'est-ce pas là une nouvelle perspective pour le rôle principal ? Le capital, non plus garant des créanciers, mais du succès économique d'une entreprise ? Déclin d'un côté, mais nouvelle grandeur d'un autre ?»

(13) Cf. Lucile Chevallard «1996 : l'émergence des OPRA», *Option finance* n° 436, 27 janvier 1997 p. 19-20.

(14) Lucile Chevallard «Compagnie de navigation mixte : une OPRA en faveur de Paribas», *Option finance* n° 447 du 14 avril 1997 p. 22 et s.

(15) Voir *Investir* n° 1 206 lundi 3 mars 1997 p. 30.

(16) *Option finance* n° 422 du 14 octobre 1986 p. 4.

(17) C'est un peu ce qui s'est passé dans la fameuse affaire du krach de l'Union générale romancée par Émile Zola dans son célèbre roman «L'Argent».

(18) Sur tous ces points, voir la recension opérée par Khalil Feghali «Le rachat de ces propres actions par une société», *Thèse Bordeaux IV* 1996 p. 23 et s.

(19) Voir *La vie française* du 30 novembre au 6 décembre 1996 p. 16.

(20) Cf. Lucile Chevallard article précité, *Option finance* n° 436 du 27 janvier 1997.

(21) Rapport p. 154. «L'information à l'occasion des offres publiques d'achat».

(22) P. 61.

(23) Voir réponse ministère de l'économie et des finances n° 16-609 à M.-J. Brossard Joaonq n° 46-13 novembre 1995 p. 4 782.

(24) Cf. Élisabeth Jannin «Réduction de capital - Aspects fiscaux», *Dictionnaire Joly Stés IV* n° 29. Bernard Plagnet, «Le régime fiscal du rachat par une société de ses propres actions», *Ansa*, mars-avril 1997, n° 2887.

(25) Cf. Conseil d'État 8 juillet 1992, Gardet, *Bull. Joly* 1992 p. 1 122 et s., note Chahid-Nourai.

(26) E. Janninop. cit. loc. cit., réponse ministérielle à M.-J. Brossard précitée.

(27) CAA Nancy, 1^{re} chambre, 19 mars 1992, n° 337 : R.J.F. 11.1992 n° 1542.

(28) Voir ici la thèse de Catherine Prieto, «La société contractante», PUAM 1994 qui cite la bibliographie classique en cette matière et notamment Paulette Veaux-Fournerie «L'acquisition de ses propres actions ou parts sociales par la société émettrice», thèse Rennes 1953 ; Jean-Claude Coviaux «L'achat par une société de ses propres actions» in «Dix ans de droit de l'entreprise», *Librairie Techniques* 1978 p. 187, Sabine Dana-Demaret «Le capital social», *Bibliothèque droit de l'entreprise, Litec* 1989 p. 132 et s.

(29) *Rapport Cob* 1991 p. 106, un avis SBF n° 96-2580 du 26 juillet 1996 a publié une version actualisée des «Principes généraux établis par la Commission des opérations de bourse et le Conseil des bourses de valeurs relatifs à l'émission en France ou sur le marché international et à l'admission de la cote officielle du warrant et d'obligations complexes».

(30) Caillaud «L'acquisition de ses propres actions par une société en vue de la régularisation des cours de bourse peut-elle être réalisée par une sous-filiale ?», *Joly* n° 2, février 1983.

(31) Generali, Lafarge, Elf Aquitaine.

(32) Cf. *Mémento Francis Lefebvre, Sociétés Commerciales* n° 2 741.

(33) Droit des sociétés, 9^e édition 1996 p. 373.

(34) Cf. Michel Jeantin, *Juris-classeur sociétés*, Fascicule 112-6 n° 14.

(35) Cf. Catherine Prieto, «La société contractante», *Thèse Aix-en-Provence*, PUAM 1995 p. 1243 ; communication *Ansa* novembre-décembre 1992, n° 2 619 ; Yves Reinhard, *RTDCE* 1993 p. 533 et 534 ; *JCP (éd. E)* 1993.I.264 n° 10 observations Dana-Demaret.

(36) Mestre, *Lamy stés commerciales* 1996 n° 1 803 ; Hervé Brandford Griffith «Défense anti-OPA : rééquilibrage au poliactionnarisme», *Option finance* n° 430, 9 décembre 1996 p. 23 qui fait observer que des opérations de reclassement récentes (Axa, Lafarge, Elf) ont montré que la Cob était prête à accepter cette pratique sous certaines conditions.

(37) Suez, Paribas ou Lafarge n'ont pas hésité à faire racheter leurs titres par une sous-filiale écrit un journaliste, sans être un instant démenti ; *Option finance* n° 428 du 25 novembre 1996 p. 28.

(38) Règlement *Cob* n° 90-04.

(39) Rapport *Cob* p. 39.

(40) Cf. Annexes du *rapport Marini* p. 165.

(41) Voir infra n° 24.

(42) P. 63.

(43) *Rapport Marini* p. 165.

(44) Défauts relevés par l'*Ansa* dans son Livre Vert janvier 1993, *Communication Ansa* n° 2678.

(45) Article 27 DDOEF, *Rapport Tremege*, Ass. Nat. 1994 n° 1 349 p. 164-465.

(46) (1) p. 63.

(47) Le projet allemand d'assouplissement des règles régissant les rachats d'actions présenté en novembre serait également un plafond de 10 %.

(48) Cf. Marie-Christine de Nayer, «Le rapport Marini», *Bull. Joly bourse et produits financiers*, novembre-décembre 1996 p. 596.

(49) Cf. Yves Chartier «Droit des affaires», Tome 2 Sociétés commerciales *PUF* 1992 n° 201 p. 411, Hamel-Lagarde-Jauffret précités n° 756.