

Position AMF n°2009-17 Mise en œuvre du régime de rachats d'actions

Textes de référence : article L. 225-209 du Code de commerce et Règlement (CE) n°2273/2003

Le règlement européen n° 2273/2003 du 22 décembre 2003 (le Règlement Européen) portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE (la directive Abus de marché) en ce qui concerne les dérogations prévues pour les programmes de rachat et la stabilisation d'instruments financiers est entré en vigueur le 13 octobre 2004.

Ce règlement européen fixe, notamment, les conditions que doivent respecter les émetteurs procédant au rachat de leurs propres titres afin de pouvoir bénéficier de la présomption de légitimité irréfragable¹ (ci-après la Présomption) prévue par la directive Abus de marché, dont les dispositions ont été transposées dans le règlement général de l'AMF.

Ces conditions peuvent être classées en quatre catégories distinctes :

- 1) **Les objectifs** : le Règlement Européen limite les opérations de rachat pouvant bénéficier de la Présomption à celles poursuivant l'un des 2 objectifs suivants :
 - réduire le capital de l'émetteur ;
 - lui permettre de couvrir des obligations liées à des titres de créances donnant accès au capital ou à des programmes de *stock-options* ou toute autre forme d'allocation d'actions aux salariés.
- 2) **L'information du marché** : outre l'obligation d'informer le marché des principales caractéristiques du programme de rachat préalablement à sa mise en œuvre, tout émetteur doit publier le marché de toutes les opérations effectuées dans le cadre du programme de rachat au plus tard le 7^e jour de bourse suivant leur date d'exécution.
- 3) **Les conditions d'intervention** : le Règlement Européen encadre les opérations de rachat en imposant une contrainte sur le prix d'intervention et le volume des opérations de rachat.
- 4) **Les restrictions** : les émetteurs ayant mis en œuvre un programme de rachat d'actions doivent s'abstenir de céder des actions propres pendant la durée du programme ou d'intervenir sur leurs propres titres pendant des périodes spécifiques dites « fenêtres négatives ».

La présente position s'applique aux rachats effectués conformément au Règlement Européen par les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé ainsi qu'à ceux effectués par les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un système multilatéral de négociation organisé².

¹ Une présomption est dite irréfragable ou absolue lorsqu'elle ne peut être renversée par une preuve contraire.

² En application de l'article.631- 5 du Règlement Général de l'AMF et des pratiques de marché admises.

SOMMAIRE

1.	Les objectifs des programmes de rachat.....	3
2.	L'information du marché	3
3.	Les conditions d'intervention	4
3.1.	Le prix d'achat	4
3.2.	Le volume maximal.....	5
4.	Les restrictions d'intervention	6
4.1.	La vente d'actions propres.....	6
4.2.	Les périodes d'abstention	7
5.	La réaffectation des titres acquis	8
5.1.	La non réaffectation des titres achetés aux fins d'annulation	8
5.2.	La réaffectation des titres achetés aux fins de couverture ou affectés aux pratiques de marché	8
6.	Les opérations réalisées par voie de blocs d'actions.....	8
7.	La limitation du nombre d'intermédiaires	9
8.	L'utilisation de produits dérivés dans le cadre des programmes de rachats d'actions.....	9
8.1.	L'encadrement de l'utilisation des produits dérivés dans le cadre de programme de rachat par le Règlement européen	9
8.2.	Les nouvelles conditions d'utilisation des produits dérivés	10
9.	Questions-réponses	10
	Annexe 1 : Rappel des règles de publicité pour les rachats d'actions et les contrats de liquidité	17
	Annexe 2 : Liste des textes et publications AMF et COB caducs	21

La mise en œuvre du Règlement Européen n'a pas entraîné de bouleversement total du régime français des rachats d'actions. La majorité des conditions prévues par le Règlement Européen existaient déjà, si ce n'est avec les mêmes modalités, au moins dans leur principe, dans le précédent régime de rachat d'actions défini par les règlements COB n° 90-04 et n° 98-02, notamment en ce qui concerne la publicité préalable à la mise en œuvre du programme, l'encadrement du prix et des volumes et les périodes d'abstention. La principale modification est venue de la limitation du nombre d'objectifs à 2 alors que, dans la pratique française, les objectifs invoqués par les émetteurs s'étaient multipliés.

Cette disposition est néanmoins assouplie par la possibilité qu'ont les régulateurs européens d'autoriser certaines pratiques usuelles sur leur place financière³.

Le Règlement Européen a également introduit une sécurité juridique supplémentaire avec la présomption de légitimité irrefragable pour les émetteurs respectant les conditions du règlement européen, là où existait auparavant une présomption de légitimité simple⁴.

L'objet de cette position est d'explicitier les conditions que les émetteurs doivent remplir pour bénéficier de la Présomption.

Les principales interrogations dont les émetteurs ont fait part aux services de l'AMF sont traitées au point 9. Une liste des textes et des publications AMF et COB relatives au précédent régime de rachat d'actions et devenus caducs, figure en annexe 2.

³ La directive Abus de marché permet à chaque régulateur national d'autoriser des opérations susceptibles d'être qualifiées de manipulation de marché lorsque ces opérations représentent un intérêt légitime pour les émetteurs et qu'elles sont réalisées conformément à une pratique de marché admise.

⁴ Une présomption de légitimité simple peut être combattue par preuve du contraire.

1. Les objectifs des programmes de rachat

Depuis la réforme de 1998, les programmes de rachat d'actions ont connu un développement important en France, comme l'ont montré les bilans statistiques publiés par la COB puis par l'AMF⁵. Ce développement s'est traduit, non seulement, dans les montants consacrés aux opérations de rachat, mais aussi dans le nombre d'objectifs poursuivis par les émetteurs ou, du moins, publiés dans leurs notes d'information. Il a ainsi été constaté que les sociétés mettant en œuvre un programme de rachat pouvaient afficher jusqu'à six objectifs différents par programme. Les objectifs poursuivis par les émetteurs sont, en général, l'attribution d'actions ou d'options d'achat aux salariés et/ou aux dirigeants, l'annulation des titres achetés, la remise d'actions dans le cadre d'opérations de croissance externe, la régularisation de cours et l'intervention en fonction des situations de marché.

Le Règlement Européen permet aux émetteurs poursuivant les objectifs d'annulation et d'attribution d'actions ou d'options d'achat, et d'une manière plus générale aux actions acquises dans le cadre de la couverture de plans d'options ou de titres de créance donnant accès au capital, de bénéficier de la Présomption.

Par ailleurs, l'AMF accepte comme pratique de marché l'achat d'actions pour conservation et remise dans le cadre d'opérations de croissance externe et les contrats de liquidité établis conformément à la charte de déontologie élaborée par l'AMAFI. Les émetteurs peuvent en conséquence poursuivre la réalisation de ces objectifs soit dans le cadre de la Présomption, soit dans le cadre d'une pratique de marché admise⁶. Ces pratiques de marché⁷ ont été publiées sur le site de l'AMF et les émetteurs souhaitant les mettre en œuvre les mentionnent expressément dans la liste de leurs objectifs.

En revanche, l'AMF considère que les interventions réalisées directement par un émetteur en vue de régulariser le cours de bourse ou en fonction des situations de marché, telles qu'elles ont été définies par la COB en juin 2000⁸, ne peuvent plus être mises en œuvre. Ces opérations conduisent en effet les émetteurs à intervenir à l'achat et à la vente au cours d'un même programme de rachat et sont interdites par le règlement européen, compte tenu du risque de manipulation de cours qu'elles représentent.

En conséquence, toute activité visant à assurer la liquidité ou à animer le marché du titre est confiée à un prestataire de services d'investissement (PSI) agissant de manière indépendante, dans le cadre d'un contrat de liquidité.

2. L'information du marché

Les émetteurs, pour lesquels un programme de rachat de titres est en cours de réalisation, doivent informer le marché de toutes les opérations effectuées dans le cadre de ce programme, au plus tard le 7^e jour de négociation suivant leur date d'exécution. Cette information est réalisée selon des modalités définies dans l'instruction AMF n°2005-06. Elle fait l'objet d'un communiqué qui est mis en ligne par l'émetteur sur son site internet.

L'obligation d'informer le marché des opérations de rachat peut, toutefois, ne pas s'appliquer à une pratique de marché acceptée par l'AMF lorsque la décision d'acceptation de cette pratique le mentionne expressément. Il est ainsi prévu que cette obligation ne s'applique pas aux opérations réalisées dans le cadre d'un contrat de liquidité. Elle s'appliquera en revanche à la seconde pratique de marché concernant les rachats pour conservation et utilisation dans le cadre d'une opération éventuelle de croissance externe.

⁵ Cf. « Les opérations de rachat en France : bilan statistique », revue mensuelle de l'AMF, n°8, novembre 2004.

⁶ Les pratiques de marché admises bénéficient d'une présomption de légitimité simple.

⁷ Disponible sur le site internet de l'AMF.

⁸ Cf. « Suites données par la COB à la consultation de place relative au rachat par les sociétés de leurs propres actions », bulletin mensuel de la COB, n° 347, juin 2000.

Parallèlement, les émetteurs ont l'obligation de déclarer mensuellement à l'AMF leurs opérations de rachat selon le format défini dans l'instruction précitée. Ces informations ne sont pas rendues publiques. Néanmoins, si un émetteur décide d'informer le marché au plus tard 7 jours après l'exécution des opérations en publiant le même degré d'information que celui exigé pour la déclaration mensuelle, il est dispensé de cette dernière obligation.

Tableau récapitulatif des obligations de publicité et de déclaration à l'AMF

Objectifs / pratiques de marché	Publicité	Déclaration à l'AMF
Annulation	Au plus tard J+7	Mensuelle*
Couverture de plans d'options ou de titres de créances donnant accès au capital	Au plus tard J+7	Mensuelle*
<i>Croissance externe</i>	Au plus tard J+7	Mensuelle*
<i>Contrat de liquidité</i>	Communiqué semestriel	Mensuelle

* Dispense si la publicité à J+7 comporte le même degré d'information que celui requis par la déclaration mensuelle.

3. Les conditions d'intervention

Afin de bénéficier de la Présomption, les émetteurs procédant au rachat de leurs propres titres doivent respecter les conditions suivantes :

3.1. Le prix d'achat

Le premier paragraphe de l'article 5 du Règlement Européen dispose qu'en « ce qui concerne les prix, l'émetteur s'abstient, lorsqu'il effectue des opérations dans le cadre d'un programme de rachat, d'acheter des actions à un prix supérieur à celui de la dernière opération indépendante ou, s'il est plus élevé, de l'offre indépendante actuelle la plus élevée sur la place où l'achat est effectué ».

Par « dernière opération indépendante », il faut comprendre le dernier cours coté résultant de l'exécution d'une transaction à laquelle l'émetteur n'a pas été partie prenante. Par ailleurs, en ce qui concerne la notion « d'offre indépendante actuelle », il convient de se référer à la version anglaise du Règlement Européen qui fait état du « *highest current independant bid* », et peut se traduire en français comme le meilleur prix proposé ou, autrement dit, comme la meilleure limite à l'achat.

Il est important de préciser à ce titre, que les opérations réalisées ou les ordres passés par un PSI dans le cadre d'un contrat de liquidité sont considérées indépendantes dans la mesure où le prestataire, bien qu'intervenant pour le compte de l'émetteur, ne reçoit aucune instruction de ce dernier. Le Règlement Européen impose, en conséquence, un prix plafond à l'émetteur pour ses rachats d'actions qui est équivalent au prix le plus haut entre le dernier cours coté et la meilleure limite à l'achat affichée dans le carnet d'ordres au moment de l'exécution du rachat.

Par ailleurs, l'article 5 du Règlement européen précise que si la place où l'achat est effectué « n'est pas un marché réglementé, le prix de la dernière opération indépendante ou de l'offre indépendante actuelle la plus élevée pris comme référence est celui du marché réglementé de l'État membre où l'achat est effectué ».

Prenons les exemples suivants :

- soit un titre dont le dernier cours coté « indépendant » est de 100€ et une fourchette « actuelle » de 98€/101€. L'émetteur pourra passer des ordres d'achat jusqu'à 100€, le dernier cours coté (100€) étant supérieur à la meilleure limite à l'achat actuelle (98€).
- soit le même titre dont le dernier cours coté « indépendant » est de 100€ et une fourchette « actuelle » de 101€/103€. L'émetteur pourra passer des ordres d'achat jusqu'à 101€, la meilleure limite à l'achat actuelle (101€) étant supérieure au dernier cours coté (100€).

S'agissant de l'utilisation d'instruments dérivés, l'article 5 du Règlement Européen dispose que « Dans le cas où l'émetteur procède à l'achat d'actions propres au moyen d'instruments financiers dérivés, le prix d'exercice de ceux-ci n'est pas supérieur à celui de la dernière opération [indépendante]⁹ ou, s'il est plus élevé, de l'offre indépendante actuelle la plus élevée. ».

Cette contrainte de prix implique que seuls certains types de produits dérivés peuvent bénéficier de la protection du Règlement Européen : si l'émetteur acquiert une option d'achat (*call*), celle-ci devra être « à la monnaie » lors de sa souscription, le prix d'exercice de l'option ne pouvant être supérieur au prix le plus élevé entre le dernier cours coté du sous-jacent et la meilleure limite actuelle à l'achat.

Prenons les exemples suivants :

- -soit un titre dont le dernier cours coté est de 100€ (avec une fourchette de 99€/101€). Si l'émetteur souhaite acheter un *call*, il pourra souscrire à un *call* avec un prix d'exercice inférieur ou égal à 100€ (dernier cours coté).
- -soit le même titre dont le dernier cours coté est de 100€ (avec une fourchette « actuelle » de 101€/103€), l'émetteur pourra souscrire un *call* avec un prix d'exercice inférieur ou égal à 101€ (meilleure limite à l'achat).

Dans ces exemples, si l'émetteur souscrit à un *call* dont le prix d'exercice est supérieur au dernier cours coté, dans le premier cas, ou à la meilleure limite à l'achat, dans le deuxième cas, le Règlement Européen ne proscrit pas ce type de transactions mais l'émetteur devra être en mesure de justifier la légitimité de ses opérations.

3.2. Le volume maximal

Le Règlement Européen précise qu'en « ce qui concerne les volumes, l'émetteur s'abstient d'acheter plus de 25% du volume quotidien moyen des actions qui sont négociées sur le marché réglementé où l'achat est effectué ». Il reprend ainsi la contrainte qui existait déjà dans l'ancien règlement COB n°90-04. Toutefois, la période de calcul des 25% est sensiblement modifiée. Le Règlement Européen indique, en effet, que ce volume quotidien moyen est calculé sur la base du volume quotidien moyen des opérations réalisées au cours du mois précédant celui au cours duquel le programme de rachat est rendu public et reste fixé sur cette base pour la durée autorisée du programme.

Le Règlement Européen précise cependant que, dans le cas où le programme de rachat ne fait pas référence à la méthode précitée, le volume quotidien moyen est alors calculé, de manière glissante, sur la base du volume quotidien moyen des actions négociées au cours des 20 jours de négociation précédant le jour de l'achat. En conséquence, si dans la note d'information ou le communiqué publié préalablement à la mise en œuvre du programme de rachat, il n'est pas expressément mentionné que le volume maximal sera calculé selon la première formule, c'est la seconde qui s'appliquera pendant toute la durée de mise en œuvre du programme.

En effet, la première méthode qui consiste à calculer une moyenne avant la mise en œuvre du programme, vise spécifiquement les situations où l'émetteur a arrêté un programme de rachat planifié.

⁹ La version française du règlement européen vise la « dernière opération précédente » alors que la version anglaise se réfère au « *last independent trade* ».

Enfin, le Règlement Européen permet aux émetteurs de déroger à la règle des 25% « en cas de liquidité extrêmement faible du marché en cause », à condition :

- d'informer préalablement l'autorité compétente du marché en cause de son intention de dépasser ce plafond ;
- d'informer d'une manière adéquate le public de cette possibilité de dépassement du plafond ;
- ne pas dépasser 50% du volume quotidien moyen.

Compte tenu de la difficulté à définir la notion de « liquidité extrêmement faible » de façon générale, l'AMF n'a pas fixé de seuil en pourcentage ou en chiffre absolu pour l'ensemble des émetteurs cotés. En conséquence, les émetteurs qui estiment se trouver dans une situation de liquidité extrêmement faible doivent prendre contact avec les services compétents de l'AMF qui examineront les situations au cas par cas. Si, à l'issue de cet examen, il est constaté qu'une souplesse est nécessaire pour s'adapter aux conditions particulières des marchés concernés, ces émetteurs devront publier un communiqué, mis en ligne sur leur site, avant de pouvoir dépasser le plafond de 25%.

4. Les restrictions d'intervention

Les émetteurs procédant au rachat de leurs propres titres doivent également respecter un certain nombre de restrictions :

4.1. La vente d'actions propres

Le Règlement Européen dispose qu'afin de pouvoir bénéficier de la présomption irréfragable, l'émetteur s'abstient, durant la mise en œuvre d'un programme de rachat, de vendre des actions propres pendant la durée du programme. Cette obligation d'abstention débute dès la première opération de rachat réalisée par l'émetteur en vertu d'une autorisation votée par son assemblée générale et court jusqu'à :

- la date d'expiration de cette autorisation ; ou
- la date de l'assemblée générale ayant voté une nouvelle résolution autorisant l'émetteur à racheter ses titres ; ou
- **la date à laquelle l'émetteur rend publique sa décision d'arrêter de procéder à des rachats jusqu'à la prochaine assemblée générale.**

Un émetteur n'ayant pas mis en œuvre de programme de rachat peut céder librement ses titres.

En conséquence, sous réserve des dérogations mentionnées ci-dessous, un émetteur qui vendrait des actions propres au cours d'un programme de rachat, quelle que soit la date d'acquisition ou l'origine de ces actions, ne bénéficierait plus de la Présomption pour la totalité des actions qui auraient été ou seraient achetées dans le cadre de ce même programme, sauf si ces cessions sont réalisées par voie de blocs ne concourant pas à la formation du prix dans le carnet d'ordres.

L'émetteur peut cependant déroger à cette restriction :

- s'il a mis en place un programme de rachat planifié, c'est-à-dire dont le calendrier précis est fixé au moment de sa publication ;
- si l'exécution du programme de rachat est confiée à un PSI qui prend les décisions concernant les dates d'achat des actions de l'émetteur en toute indépendance et sans être aucunement influencé par celui-ci.

En outre, le Règlement Européen prévoit que l'abstention de vendre pendant la durée du programme ne s'applique pas si l'émetteur est un PSI qui « a installé des cloisons étanches sur le plan de l'information (« murailles de Chine »), soumises au contrôle des autorités compétentes, entre les personnes responsables du traitement d'informations privilégiées concernant directement ou indirectement l'émetteur et celles responsables de toute décision concernant la négociation d'actions propres (y compris les opérations effectuées pour le compte de clients), lorsqu'elles négocient des actions propres sur la base d'une telle décision ».

Un émetteur ayant mis en œuvre un programme de rachat d'actions et ne pouvant bénéficier d'aucune des dérogations susmentionnées, devra donc, s'il souhaite garder la protection de la Présomption confier la cession de ses titres à un intermédiaire agissant de manière indépendante, c'est-à-dire décidant seul, sans être influencé par l'émetteur, des dates de cession et du nombre de titres cédés, dans le cadre d'un mandat de cession. Ces opérations de cession devront également faire l'objet d'une publicité au plus tard le 7^{ème} jour de négociation suivant leur date d'exécution, selon le format défini par l'instruction AMF n°2005-06.

4.2. Les périodes d'abstention

Le Règlement Européen ne donne pas de définition des « fenêtres négatives » pendant lesquelles l'émetteur doit s'abstenir d'intervenir sur ses propres titres mais renvoie au droit national de chaque Etat membre.

L'article 631-6 du règlement général de l'AMF définit en conséquence les périodes d'abstention pendant lesquelles l'émetteur doit s'abstenir d'intervenir comme étant :

- la période comprise entre la date à laquelle cette société a connaissance d'une information privilégiée et la date à laquelle cette information est rendue publique ;
- la période de 15 jours précédant les dates auxquelles ses comptes consolidés annuels, ou à défaut ses comptes sociaux annuels, ainsi que ses comptes intermédiaires (semestriels et, le cas échéant, trimestriels), sont rendus publics.

Ces périodes sont exprimées en jours calendaires. Cette définition reprend celle donnée auparavant dans l'article 8 de l'ancien règlement COB n°90-04, tout en précisant que les comptes intermédiaires sont compris dans le champ de l'interdiction.

Cette restriction ne s'applique pas lorsque l'émetteur met en œuvre un programme de rachat planifié ou lorsque le programme est exécuté par un PSI intervenant de manière indépendante.

Le Règlement Européen prévoit enfin, si l'émetteur est un PSI, que ces périodes d'abstention ne s'appliquent pas aux opérations portant sur des actions de l'émetteur mais réalisées pour le compte de clients si l'émetteur a « installé des cloisons étanches sur le plan de l'information (« murailles de Chine »), soumises au contrôle des autorités compétentes, entre les personnes responsables du traitement d'informations privilégiées concernant directement ou indirectement l'émetteur (y compris les opérations décidées dans le cadre du programme de rachat) et celles responsables de la négociation d'actions propres pour le compte de clients, lorsqu'elles procèdent effectivement à de telles opérations ».

5. La réaffectation des titres acquis

5.1. La non réaffectation des titres achetés aux fins d'annulation

L'AMF a indiqué dans un communiqué du 13 octobre 2004 que les émetteurs souhaitant bénéficier de la présomption de légitimité irréfragable prévue par la directive 2003/6/CE sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (directive Abus de marché) devaient immédiatement affecter les titres achetés à l'un des objectifs prévus par le règlement européen¹⁰. Cette affectation doit être suivie d'une utilisation effective des actions conformément à l'objectif poursuivi par l'émetteur.

En 2005, l'AMF précisait que : « Un émetteur qui aura affecté des actions à l'objectif d'annulation devra donc procéder à l'annulation effective de ses titres au plus tard le 31 décembre 2005 si ces actions ont été acquises avant le 13 octobre 2004 ou, dans un délai de neuf mois suivant leur acquisition, si ces actions ont été acquises après l'entrée en vigueur du règlement européen ». Cette position avait été adoptée de façon à ce que les titres rachetés aux fins d'annulation dans le cadre de la présomption irréfragable de légitimité prévue par la directive Abus de marché soient effectivement annulés dans un délai raisonnable.

Cette position a été réexaminée par l'AMF au regard des évolutions législatives¹¹ qui ont accru les obligations de transparence des sociétés cotées, en exigeant notamment de celles-ci un compte-rendu détaillé à leurs actionnaires sur l'utilisation des actions rachetées. En conséquence, dans le nouveau cadre légal et de façon à garantir un régime juridique homogène quel que soit l'objectif poursuivi, l'AMF a décidé que les titres rachetés aux fins d'annulation doivent être effectivement annulés dans un délai maximal de 24 mois suivant leur date d'acquisition.

5.2. La réaffectation des titres achetés aux fins de couverture ou affectés aux pratiques de marché

Un émetteur ayant affecté des actions à la couverture de plans d'options, peut vouloir se défaire de cette couverture si l'évolution du cours du titre ou l'annulation de tout ou partie de ces options la rend inutile. L'émetteur peut alors réaffecter ces titres à l'objectif d'annulation ou les céder dans les conditions mentionnées ci-dessus. Ces actions ne peuvent pas être affectées à une pratique de marché admise.

A l'inverse, les actions acquises dans le cadre d'une pratique de marché admise par l'AMF peuvent être affectées à l'annulation ou à la couverture. Ainsi, les actions affectées à un contrat de liquidité, et qui figurent au solde du compte d'animation lorsqu'il est mis fin à ce contrat, peuvent être cédées par le PSI comme le prévoit la définition de cette pratique de marché admise ou réaffectées à un autre objectif. En ce qui concerne les titres acquis et conservés en vue d'une opération de croissance externe, l'émetteur peut décider de les réaffecter à un autre objectif en cas de changement de stratégie. Il peut également décider de céder ces actions dans les conditions prévues par la définition de la pratique.

6. Les opérations réalisées par voie de blocs d'actions

Le Règlement Européen n'interdit pas à un émetteur d'acheter ses titres par l'intermédiaire de transactions de blocs. Néanmoins, afin de bénéficier de la Présomption, les achats par voie de blocs doivent respecter certaines conditions :

- s'agissant du prix, le Règlement Européen dispose que lorsque la place où l'achat est effectué n'est pas un marché réglementé, le prix de la dernière opération indépendante ou de l'offre indépendante actuelle la plus élevée pris comme référence est celui du marché réglementé de l'État membre où l'achat est effectué. Ainsi :
 - si la transaction de bloc est réalisée hors marché mais pendant la séance, elle ne pourra pas se faire à un prix supérieur au dernier cours coté sur le marché réglementé au moment de la

¹⁰ Règlement n° 2273/2003 du 22 décembre 2003 en ce qui concerne les dérogations prévues pour les programmes de rachat et la stabilisation d'instruments financiers.

¹¹ Loi pour la confiance et la modernisation de l'économie du 26 juillet 2005.

- transaction ou à la meilleure limite à l'achat affichée dans le carnet d'ordres à cet instant ;
 - si la transaction a lieu après la séance, la contrainte de prix devra être appréciée par rapport au cours à la clôture de la séance.
- s'agissant du calcul du volume maximal, les transactions réalisées par voie de blocs et les applications ne concourant pas à la formation des cours car exécutées en dehors du carnet d'ordres doivent être exclues dudit calcul. En effet, cette limitation du volume a pour objectif d'empêcher un émetteur d'influer, par des interventions massives, sur la formation du cours au sein du carnet d'ordres central.

7. La limitation du nombre d'intermédiaires

Les conditions prévues par le Règlement Européen n'imposent aucune limitation du nombre d'intermédiaires.

Le fait qu'un émetteur puisse procéder à des rachats dans le cadre de la Présomption et au travers d'un PSI agissant de manière indépendante, peut toutefois conduire à une situation où deux intermédiaires interviennent au cours de la même séance, l'un pour mettre en œuvre le programme de rachat, l'autre pour assurer l'animation du marché du titre dans le cadre d'un contrat de liquidité.

Il est en conséquence accepté que deux intermédiaires puissent intervenir au cours de la même séance pour deux objectifs différents à condition qu'ils interviennent tous les deux dans le cadre de contrats qui garantissent leur indépendance vis-à-vis de l'émetteur. Les conditions et les restrictions d'intervention prévues par le Règlement Européen s'appliquent aux interventions des PSI, sauf lorsqu'elles sont réalisées dans le cadre d'une pratique de marché qui les exclut expressément comme c'est le cas pour les contrats de liquidité.

8. L'utilisation de produits dérivés dans le cadre des programmes de rachats d'actions

A la suite de la réforme du régime des rachats d'actions en 1998, la COB avait fixé les règles minimales à suivre qui permettent à un émetteur de céder des options de vente sur son propre titre. En effet, la mise en place d'une position optionnelle, qu'il s'agisse d'options à règlement en titres, d'engagements à terme ou de titres complexes incluant une composante optionnelle, crée par nature un risque économique, dont l'utilisation doit être encadrée et ce, dans l'intérêt de l'émetteur, du marché et des investisseurs.

Par la suite, en mai 2003, la COB a lancé une consultation publique sur l'utilisation de produits dérivés dans le cadre de programmes de rachat d'actions. Une synthèse des réponses à la consultation a été publiée au bulletin mensuel de la COB¹².

Enfin, le Règlement Européen impose aux émetteurs qui souhaiteraient bénéficier de la présomption irréfragable, une nouvelle contrainte sur le prix d'exercice des instruments dérivés.

8.1. L'encadrement de l'utilisation des produits dérivés dans le cadre de programme de rachat par le Règlement européen

Le Règlement Européen dispose que « Dans le cas où l'émetteur procède à l'achat d'actions propres au moyen d'instruments financiers dérivés, le prix d'exercice de ceux-ci n'est pas supérieur à celui de la dernière opération [indépendante] ou, s'il est plus élevé, de l'offre indépendante actuelle la plus élevée ». Cette contrainte a pour objectif d'empêcher toute possibilité de manipulation par un émetteur du cours de son propre titre lorsqu'il utilise des produits dérivés.

¹² « Synthèse de la consultation de place relative à l'utilisation de produits dérivés dans le cadre de programmes de rachat d'actions », bulletin mensuel de la COB n°383 – Octobre 2003.

L'encadrement du prix d'exercice implique que les émetteurs, afin de bénéficier de la Présomption, sont limités à un champ plus restreint de produits dérivés.

8.2. Les nouvelles conditions d'utilisation des produits dérivés

L'AMF considère que les émetteurs peuvent utiliser des produits dérivés dans le cadre d'un programme de rachat d'actions, et plus spécifiquement acheter des options d'achat, sous réserve que ces opérations correspondent à la logique de l'objectif poursuivi et de respecter les conditions suivantes :

- les produits dérivés sont utilisés afin de couvrir des positions optionnelles prises, par ailleurs, par l'émetteur (options d'achat ou de souscription accordées aux salariés du groupe, titres de créance donnant accès au capital de l'émetteur) ;
- ces interventions ne concourent pas à la formation du cours, ni à l'ouverture ni à la clôture de la séance de bourse notamment, et elles n'ont pas pour objectif d'influer sur le cours de compensation d'un instrument financier dérivé du titre du capital ;
- une mention explicite, permettant à la société de procéder au rachat de ses propres titres au moyen de produits dérivés doit être intégrée dans la résolution relative à l'autorisation d'achat d'actions votée par l'Assemblée générale ;
- l'échéance minimale des produits dérivés ne peut être inférieure à trois mois, que ces produits soient cotés ou non ;
- le nombre d'actions propres de l'émetteur sur lequel portent les produits dérivés, défini comme la taille notionnelle, doit être pris en compte pour apprécier le seuil de détention maximal de 10% prévu par l'article L. 225-209 du code de commerce ;
- lorsque la mise en place de produits dérivés par un émetteur occasionne des opérations de couverture par la contrepartie sous forme, par exemple, de la constitution d'un delta en titres sous-jacents, le volume de ces opérations doit être pris en compte pour le calcul de la limite maximale de 25% des volumes quotidiens moyens prévue par le Règlement Européen.

L'ensemble de ces conditions s'appliquent à toutes les interventions, qu'elles soient réalisées dans le cadre des objectifs prévus par le Règlement Européen ou de pratiques de marché, sachant que, dans le cadre des contrats de liquidité, l'utilisation des produits dérivés n'est pas admise.

Enfin, s'agissant de la vente d'options de vente par un émetteur dans le cadre d'un programme de rachat, l'AMF considère que la cession de « *puts* » ne constitue pas une opération de couverture, l'exercice de l'option étant à la main de la contrepartie ayant acheté l'option, et qu'en outre une telle opération consiste en une spéculation sur la volatilité anticipée du titre ce qui, de la part d'un émetteur, représente un risque qui ne semble pas correspondre aux objectifs d'un programme de rachat. Un émetteur mettant en œuvre un programme de rachat d'actions ne doit donc pas être conduit à utiliser ce type de produit dérivé.

9. Questions-réponses

Les rachats réalisés dans le cadre de mécanismes de rachat à décote garantie par rapport au coût moyen pondéré ou « *Accelerated share repurchase* » bénéficient-ils de la présomption du règlement européen ?

Les services de l'AMF ont été interrogés à plusieurs reprises par des banques et des sociétés cotées sur la possibilité de recourir à des mécanismes de rachat d'actions propres à décote garantie et à prix et durée variables.

Les schémas présentés permettent aux émetteurs d'acheter, à terme, des actions à une contrepartie en bénéficiant d'une décote garantie par rapport au prix moyen pondéré observé sur le marché, pendant la période au cours de laquelle les actions livrées à l'émetteur sont acquises par la contrepartie. Cette pratique s'est développée aux Etats-Unis où de nombreuses entreprises cotées ont recours à ces schémas pour racheter leurs actions.

L'AMF a ainsi examiné plusieurs schémas de rachat qui présentent dans l'ensemble des caractéristiques assez similaires.

Dans ces schémas, la société et la banque concluent un contrat à terme dont les principaux éléments sont les suivants :

- la société confie à la banque un montant fixe afin de réaliser les rachats ;
- la banque s'engage à livrer à une échéance déterminée, pouvant aller de 1 à 6 mois, un nombre d'actions déterminable. Dans certains schémas, l'échéance est fixe et ne peut pas varier ; dans d'autres cas, seule une durée maximum est fixée et la banque peut décider, en fonction des conditions de marché, de réaliser les rachats plus rapidement afin de livrer les actions avant l'échéance ;
- le nombre d'actions livrées par la banque est déterminé en fonction de la moyenne des VWAPs (« Volume Weighted Average Price ») quotidiens observés au cours de la période d'acquisition diminuée d'une décote déterminée initialement. Selon les schémas, la société et la banque peuvent convenir d'un nombre maximum et/ou minimum d'actions à livrer ;
- enfin, la livraison des titres peut s'effectuer en une seule fois ou de manière étalée sur la période d'acquisition.

Dans le cadre des discussions avec les banques et les sociétés cotées, ces dernières s'interrogeaient sur la possibilité, pour les émetteurs procédant au rachat de leurs propres titres dans le cadre de ces schémas, de bénéficier de la présomption de légitimité irréfragable prévue par la directive Abus de marché au regard des conditions définies par le règlement européen n° 2273/2003 du 22 décembre 2003. Ce règlement impose notamment un prix d'intervention plafond à l'émetteur pour ses rachats d'actions équivalent au prix le plus haut entre le dernier cours coté et la meilleure limite à l'achat affiché dans le carnet d'ordre au moment de l'exécution du rachat. Les mécanismes présentés ne permettent pas de considérer que cette condition de prix est remplie *ex ante* dans la mesure où le prix n'est pas déterminé au préalable. Il a donc été considéré que les sociétés ne pouvaient pas bénéficier de la présomption au moment de la mise en place du schéma.

L'AMF estime néanmoins que ces montages ne soulèvent pas de problème particulier par rapport aux conditions d'utilisation des produits dérivés définies dans la présente position, dès lors que :

- les objectifs poursuivis correspondent soit à l'un des objectifs du règlement européen précité (annulation ou couverture), soit à la pratique de marché admise des acquisitions pour financer une croissance externe ;
- les interventions de la contrepartie sur le marché ne la conduisent pas à dépasser 25% du volume quotidien des titres concernés ;
- La société qui confie à une banque la réalisation d'un schéma de rachat tel que décrit précédemment, informe le marché des éléments suivants :
 - Préalablement à la réalisation des rachats par la banque, la société rend publics sous la forme d'un communiqué diffusé de manière effective et intégrale la conclusion du contrat, le montant total de l'enveloppe accordée à la banque ou, le cas échéant, le nombre maximum d'actions à acquérir, la période au cours de laquelle les rachats auront lieu ainsi que le mode de calcul du prix de rachat. Ces informations peuvent figurer dans le descriptif du programme de rachat d'actions publié conformément aux dispositions de l'article 241-2 du règlement général ;
 - A l'échéance, dans les 7 jours suivant la livraison des titres (ou après chaque livraison lorsque le contrat prévoit des livraisons étalées sur la période d'acquisition), la société effectue la déclaration prévue à l'article 241-4-I 1° du règlement général.

Quels risques prendrait un émetteur qui ne souhaiterait pas bénéficier de la Présomption afin de pouvoir poursuivre, dans le respect des dispositions du code de commerce et de l'autorisation donnée par l'assemblée, des objectifs non prévus par le Règlement Européen et non acceptés comme pratiques de marché ?

Les opérations de rachat d'actions propres réalisées par un émetteur et ne satisfaisant pas aux objectifs ou aux conditions fixées par le Règlement européen ne pourront pas bénéficier de la présomption irréfragable de légitimité. Par ailleurs, l'AMF a accepté deux pratiques de marché. Les rachats qui ne bénéficieraient pas de la présomption irréfragable ou ne correspondraient pas à l'une de ces pratiques de marché, ne constitueraient pas pour autant, en elles-mêmes, des manipulations de cours. Néanmoins, dans ce cas, la charge de la preuve serait renversée et l'émetteur devra être en mesure de pouvoir justifier, en cas d'enquête, que ses interventions étaient motivées par des considérations légitimes.

Les achats en vue de servir de couverture à des bons d'acquisition d'actions sont-ils couverts par le Règlement Européen ?

Si les bons d'acquisition ne sont pas des instruments de dette au sens économique du terme, ce sont des titres de créance donnant accès au capital. L'acquisition d'actions propres par un émetteur afin de couvrir leur exercice correspond à l'objectif de couverture prévu par le Règlement Européen et peut en conséquence bénéficier de la Présomption.

Les achats en vue de servir de couverture à des programmes d'attribution d'actions synthétiques sont-ils couverts par le Règlement Européen ?

Les programmes d'attribution d'actions synthétique, communément appelés "*phantom share option plan*" ; sont des plans d'attribution à des dirigeants ou salariés de droits suivant le cours de l'action pendant la durée du plan, le paiement étant dénoué en numéraire à l'issue du plan. A aucun moment, les bénéficiaires du plan ne se voient remettre par la société des actions de la société.

Ainsi, dans la mesure où la société n'a pas l'obligation de remettre des actions propres à ses salariés, les *phantom share option plan* ne peuvent être assimilés aux « *programmes d'options sur actions ou autres allocations d'actions aux salariés de l'émetteur ou d'une entreprise associée* » visés par l'article 3 du Règlement Européen. Dans cette hypothèse, il s'agit juste de couvrir le risque économique d'un élément de rémunération à terme lié à la performance du cours de bourse des actions.

En conséquence, des achats réalisés en vue de couvrir ce type de plan ne peuvent bénéficier de la Présomption.

L'émetteur, souhaitant bénéficier de la Présomption, peut-il intervenir à l'ouverture et à la clôture, le Règlement Européen n'imposant aucune contrainte en ce domaine ?

L'article 631-1 du règlement général de l'AMF relatif à la définition des manipulations de cours impose une obligation d'abstention d'intervenir à l'ouverture et à la clôture.

La résolution autorisant l'émetteur à racheter ses titres doit-elle mentionner dans ses objectifs les pratiques de marché admises par l'AMF ?

L'article L. 225-209 du code de commerce dispose que l'assemblée générale définit les finalités et les modalités de l'opération. Les pratiques de marché acceptées par l'AMF couvrant les objectifs d'animation du marché du titre au travers d'un contrat de liquidité et d'achat pour conservation et remise ultérieure en paiement, il convient d'indiquer ces objectifs dans la résolution soumise à l'approbation de l'assemblée générale.

Un émetteur ayant acquis des actions aux fins de couverture peut-il les céder afin de les « monétariser » et acquérir à la place des options d'achat ?

Plusieurs intermédiaires ont interrogé l'AMF sur la possibilité pour un émetteur de céder les actions acquises aux fins de couverture dans le but de « monétariser » ces titres en remplaçant cette couverture par la mise en place d'une couverture à terme optionnelle, qui pourrait prendre la forme d'achat d'options d'achat. Ce montage permet en effet à l'émetteur d'encaisser le prix des actions diminué du montant de la prime payée pour l'option. La cession des actions de l'émetteur à un PSI pourrait être réalisée par voie de bloc. Cette question soulève en fait deux points distincts qui sont traités dans la présente position. Le premier concerne la possibilité pour un émetteur d'acheter dans le cadre d'un programme des options d'achat afin de couvrir une position optionnelle. Le deuxième concerne la possibilité de céder librement des actions par voie de blocs. Si les opérations envisagées correspondent strictement au schéma décrit ci-dessus, ce type d'opération ne semble pas susceptible de constituer une manipulation de marché.

Comment l'émetteur peut-il démontrer qu'il a procédé à une affectation immédiate des titres acquis dans le cadre de la Présomption ? Comment peut-il assurer une traçabilité parfaite de ses achats ?

Deux solutions, au moins, s'offrent à l'émetteur. La première consisterait pour l'émetteur, en amont des opérations de rachat, à ouvrir chez son teneur de comptes un compte par objectif poursuivi, de manière à pouvoir assurer une ségrégation entre les titres en fonction des différents objectifs. La deuxième solution, en aval des opérations, consisterait pour l'émetteur à comptabiliser dans ses livres les opérations dans des sous-comptes distincts en fonction de l'objectif poursuivi.

Quelles déclarations les émetteurs doivent-ils effectuer en cas d'utilisation de produits dérivés ?

Concernant l'utilisation des produits dérivés, l'émetteur est soumis aux obligations de publicité et de déclaration à l'AMF sur toutes les opérations d'achat et de vente d'instruments dérivés ainsi que sur toutes ses interventions sur le titre sous-jacent y compris au moment de l'exercice.

Que faire lorsqu'une société est cotée sur plusieurs places ?

Lorsqu'une société française, cotée à Paris et sur une place étrangère, désire lancer un programme de rachat seulement en France, elle établit une note d'information relative à ce programme. Si elle souhaite lancer un programme de rachat en France et à l'étranger, elle établit une note concernant l'ensemble du programme de rachat, dans la mesure où tous les titres sont cotés à Paris. Enfin, si elle souhaite lancer un programme de rachat uniquement à l'étranger, elle n'établit pas de note d'information, mais publie un communiqué en France, afin d'informer le marché.

De même, une société étrangère cotée à Paris qui lance un programme de rachat de ses propres titres sur la place de cotation de son pays d'origine n'établit pas de note, mais publie un communiqué afin d'informer les actionnaires et le marché français ; si son programme de rachat est étendu aux titres cotés à Paris, elle établit une note portant sur la part du programme qu'elle envisage de réaliser sur le marché français. L'AMF peut cependant, à titre d'information et dans un souci de cohérence, demander dans la note des précisions sur le programme au niveau mondial. L'AMF s'assure en outre que la société étrangère peut, en vertu du droit national auquel elle est soumise, racheter ses propres titres.

Que faire lorsqu'une société désire s'introduire en bourse s'est dotée d'une résolution de rachat d'actions sous condition suspensive de l'introduction ?

Dans cette configuration, l'AMF accepte que la note d'information relative au programme de rachat soit intégrée dans le prospectus relatif à l'introduction en Bourse de la société. Cette note ne fait d'ailleurs pas l'objet d'un numéro de visa distinct de celui du prospectus d'admission. L'insertion de cette note dans le prospectus d'admission donne ainsi la faculté à la société de lancer son programme de rachat d'actions dès l'introduction en bourse.

Quelle est la définition de la séance de bourse ?

Il convient de comprendre la séance de bourse du jour, non de la veille. La séance de bourse peut être définie comme la période de la journée pendant laquelle le marché d'un titre est ouvert officiellement aux cotations.

Quid du volume maximal d'intervention ?

L'assiette permettant le calcul du volume maximal de 25 % de la moyenne des transactions quotidiennes constatées sur une période de référence prend-elle en compte les interventions de la société sur ses propres titres ?

La COB avait répondu par l'affirmative, afin de ne pas complexifier les modalités d'application des programmes de rachat, et dans le souci de ne pas durcir exagérément les conditions d'application des programmes. Cette position reste toujours applicable.

Quid des modalités de calcul des rachats et annulations d'actions ?

Une société qui désire engager un programme de rachat d'actions se trouve soumise à deux contraintes encadrant le volume de titres pouvant être racheté :

- l'une en flux : l'article L. 225-209 du code de commerce dispose que la société peut acheter pendant la durée de son programme un nombre de titres représentant au maximum 10 % de son capital ;
- l'autre en stock : l'article L. 225-210 du code de commerce dispose que « la société ne peut posséder directement ou par l'intermédiaire d'une personne agissant en son propre nom, mais pour le compte de la société, plus de 10 % du total de ses propres actions, ni plus de 10 % d'une catégorie déterminée ».

A tout moment, pour respecter la limite de 10 % du capital détenu par la société, il convient de calculer le nombre de titres déjà détenus et de le rapporter au nombre de titres composant le capital à la date du calcul.

Pour le suivi des flux d'achats et des annulations, l'assemblée générale peut choisir :

- soit d'arrêter un nombre fixe de titres à racheter et à annuler ;
- soit de définir un nombre variable d'actions à racheter ou à annuler c'est-à-dire de donner un pourcentage du capital à racheter et à annuler et de prévoir alors expressément que le pourcentage du capital s'applique à un capital ajusté en fonction des opérations l'affectant postérieurement à l'assemblée générale. Les modalités de calcul diffèrent en fonction des dispositions prises par l'assemblée générale.

Si l'assemblée générale a fixé un pourcentage ou un nombre de titres à racheter ou à annuler sans avoir expressément prévu la possibilité d'ajuster cette base de capital ultérieurement, on peut soutenir que le consentement des actionnaires a été donné sur le pourcentage s'appliquant au capital existant à la date de l'assemblée générale. En conséquence, dans l'hypothèse où le capital de la société est modifié de façon significative (augmentation ou réduction de capital, fusion ou apport par exemple) au cours d'un programme de rachat d'actions, il est recommandé de présenter également à l'assemblée générale approuvant l'opération modifiant le capital une résolution modifiant le programme de rachat d'actions.

Si l'assemblée a prévu un nombre fixe d'actions à racheter ou à annuler :

- Le suivi des titres pouvant être rachetés doit se faire de la façon suivante : on calcule la somme de tous les achats bruts, et non un solde (achats nets des ventes, aliénations ou annulation), à partir de la date de l'assemblée générale ayant autorisé le programme de rachat, que l'on déduit du nombre de titres à racheter fixé par l'assemblée générale. Une succession d'achats et de reventes conduisant une entreprise à racheter, pendant son programme, une part de capital bien supérieure à 10 %, tout en conservant un solde inférieur à ce seuil, est clairement contraire aux dispositions de l'article L. 225-209.
- Pour calculer le nombre maximum d'actions restant à annuler, il convient de cumuler le nombre de titres déjà annulés au cours des 24 derniers mois précédant la date de l'annulation, et de le déduire du nombre de titres à annuler fixé par l'assemblée.

Si l'assemblée a prévu un nombre variable d'actions à racheter ou à annuler en fonction des opérations sur le capital postérieures à l'assemblée générale :

- Le suivi des titres pouvant être rachetés doit se faire de la manière suivante : au numérateur, on retient la somme de tous les achats bruts, et non un solde à partir de la date de l'assemblée générale ayant autorisé le programme de rachat. Au dénominateur, on retient le nombre de titres existant à la date du rachat (après prise en compte des opérations sur le capital postérieures à l'assemblée générale). Ce rapport donne la part du capital déjà rachetée. La part du capital pouvant encore être rachetée est la différence entre 10 % (ou un autre pourcentage inférieur à 10% selon les modalités fixées par l'assemblée générale) et le pourcentage calculé précédemment.
- Pour calculer le nombre maximum d'actions restant à annuler : au numérateur, il convient de cumuler le nombre de titres déjà été annulés au cours des 24 derniers mois précédant la date de la nouvelle annulation. Au dénominateur, on retient le nombre de titres existants à la date de la nouvelle annulation. Le rapport donnant la part du capital déjà annulée et la part du capital pouvant encore être annulée est la différence entre 10 % (ou un pourcentage inférieur à 10 % selon les dispositions de l'assemblée générale) et le pourcentage calculé précédemment.

Ce calcul implique qu'une société procédant à des annulations de titres successives verra sa base de calcul existante diminuer à chaque annulation et qu'elle pourra annuler au total moins de titres que la société qui procédera à une seule annulation de 10 % sur la même période.

La part maximale du capital et le nombre maximal de titres que la société se propose d'acquérir correspondent-ils au plafond mentionné dans la résolution soumise à l'assemblée générale des actionnaires ?

Pas nécessairement : elle peut être inférieure. L'AMF souhaite en effet que les sociétés affichent des objectifs de rachat réalistes compte tenu de leur situation particulière. Ainsi, une société dont le flottant est de 10 % et qui affiche un objectif de rachat de 10 % de son capital présente des éléments d'information qui ne sont pas réalistes.



En revanche, il est possible à une société d'indiquer au marché que pour être à même de faire face à des circonstances nouvelles, elle a demandé à son assemblée générale une autorisation portant sur le volume maximum autorisé par la loi, mais que le programme qu'elle se propose de mettre en œuvre porte sur un volume beaucoup moins élevé et sur un ou deux objectifs seulement. Dans ce cas, les autres objectifs théoriquement possibles n'ont pas à être mentionnés dans la note d'information. En revanche, l'entreprise devra informer le marché par un communiqué préalablement soumis à l'appréciation de l'AMF si elle décide de modifier son programme et de l'élargir à des quantités et des objectifs non prévus initialement. Il serait également de bonne méthode qu'en face de chaque objectif fût indiquée la part maximale de capital qu'il est proposé de lui affecter.

Quelles sont les conditions en termes d'information que doit respecter une société qui souhaite racheter les actions d'un actionnaire minoritaire par négociation d'un bloc hors marché dans le cadre d'un programme de rachat d'actions ?

Outre les conditions de prix et de volume des achats qui sont rappelées au point 6 de la présente position, il est également demandé à la société, dans le cadre des articles 223-1 A et suivants du règlement général de l'AMF, de publier un communiqué de presse, le cas échéant conjoint avec le cédant du bloc, reprenant les caractéristiques de cette opération notamment les motifs de l'opération et les conditions de réalisation de la vente du bloc (nombre de titres négociés, justification du prix de la transaction, date de la transaction, etc.).

Annexe 1 : Rappel des règles de publicité pour les rachats d'actions et les contrats de liquidité

L'ordonnance relative aux rachats d'actions, aux déclarations de franchissement de seuils et aux déclarations d'intentions¹³ a modifié plusieurs articles du code de commerce. L'ordonnance a également simplifié la mise en œuvre des contrats de liquidité en modifiant le mode de calcul du plafond de 10% et en supprimant l'obligation de mise au nominatif.

A la suite de l'entrée en vigueur de ces nouvelles dispositions, le règlement général de l'AMF et l'instruction n° 2005-06¹⁴ ont été modifiés afin de prendre en compte les simplifications intervenues. Un nouveau formulaire de déclaration des rachats d'actions a également été mis en ligne sur le site internet de l'AMF pour parfaire le dispositif.

Après une présentation synthétique des modifications issues de l'ordonnance de janvier 2009, l'Autorité des marchés financiers rappelle les différentes obligations de publicité et de déclaration auxquelles toute société cotée sur Euronext Paris rachetant ses propres actions est soumise.

1. La simplification des obligations de publicité

Outre quelques modifications de forme et de coordination, les simplifications portent sur les points suivant :

1.1. La suppression du rapport spécial

La principale modification découlant de l'ordonnance concerne la suppression du rapport spécial que les sociétés devaient établir chaque année afin d'informer l'assemblée générale de la réalisation d'un programme de rachat. Certaines informations du rapport spécial faisaient en effet double emploi avec les informations présentées dans le rapport de gestion. En outre, la présentation d'informations relatives au rachat d'actions dans deux supports distincts, couvrant en pratique des périodes différentes, constituait une complexité inutile.

Afin de simplifier et d'améliorer la cohérence des obligations de publicité, les informations spécifiques au rapport spécial sont désormais incluses dans le rapport de gestion présenté à l'assemblée générale.

L'article L. 225-211 du code de commerce modifié par l'ordonnance de janvier 2009¹⁵ dispose ainsi que le conseil d'administration ou le directoire, selon le cas, indique dans son rapport présenté à l'assemblée, notamment :

- le nombre d'actions achetées et vendues ;
- les cours moyens des achats et des ventes ;
- le nombre d'actions détenues à la clôture ;
- la répartition des actions par objectifs du programme de rachat et les éventuelles réallocations dont elles ont fait l'objet ;
- la fraction du capital qu'elles représentent.

¹³ Ordonnance n° 2009-105 du 30 janvier 2009 relative aux rachats d'actions, aux déclarations de franchissement de seuils et aux déclarations d'intentions.

¹⁴ Instruction de l'AMF n° 2005-06 concernant les modalités de déclaration des programmes de rachat des actions propres et des opérations de stabilisation

¹⁵ Article L. 225-211 du code de commerce : « (...) Le conseil d'administration ou le directoire, selon le cas, doit indiquer, dans le rapport prévu à l'article L.225-100, le nombre des actions achetées et vendues au cours de l'exercice par application des articles L. 225-208, L. 225-209 et L. 225-209-1, les cours moyens des achats et des ventes, le montant des frais de négociation, le nombre des actions inscrites au nom de la société à la clôture de l'exercice et leur valeur évaluée au cours d'achat, ainsi que leur valeur nominale pour chacune des finalités, le nombre des actions utilisées, les éventuelles réallocations dont elles ont fait l'objet et la fraction du capital qu'elles représentent. »

Ces informations figurent également dans le rapport financier annuel diffusé par les sociétés, et déposé auprès de l'AMF, dans les quatre mois qui suivent la clôture de l'exercice¹⁶.

1.2. La simplification du contenu du descriptif du programme de rachat

Toujours dans une optique de simplification, le contenu du descriptif du programme de rachat que les sociétés doivent publier avant de débiter les rachats a été modifié.

En effet, au titre de l'information préalable du marché, l'article 241-2 du règlement général de l'AMF impose la publication des opérations que la société envisage d'effectuer dans le cadre de l'autorisation donnée par l'assemblée générale. Ce document intitulé « descriptif du programme » est publié selon les modalités de diffusion de l'information réglementée. Il devait donner des informations pour l'avenir, mais aussi récapituler les opérations déjà effectuées dans le cadre du programme précédent. Les informations exigées par l'AMF étant alignées sur la notion de « programme de rachat d'actions », il en résultait une absence de cohérence entre les informations publiées dans le rapport de gestion qui concernent l'exercice passé et celles exigées au titre de l'information réglementée.

Le contenu du descriptif du programme a donc été modifié et ne concerne plus, à présent, que les opérations qui seront réalisées dans le cadre du prochain programme de rachat, étant rappelé, par ailleurs, que les sociétés :

- **publient sur leur site internet, au plus tard 7 jours de bourse après leur réalisation, le détail des transactions hors contrat de liquidité ;**
- **informent chaque année l'assemblée générale, à travers le rapport de gestion, des opérations réalisées.**

Le descriptif du programme de rachat, défini par l'article 241-2 du règlement général de l'AMF, contient dorénavant :

- la date de l'assemblée générale des actionnaires qui a autorisé le programme de rachat ou qui est appelée à l'autoriser ;
- une mise à jour de la répartition par objectifs des titres de capital détenus, arrêtée à la date la plus proche possible de la publication du descriptif du programme
- lorsque l'émetteur utilise des produits dérivés, les positions ouvertes ;
- le ou les objectifs du programme de rachat ;
- la part maximale du capital, le nombre maximal et les caractéristiques des titres que la société se propose d'acquérir ainsi que le prix maximum d'achat ;
- la durée du programme de rachat.

Les sociétés n'ont donc plus l'obligation de présenter dans le descriptif, le bilan de la mise en œuvre du précédent programme. Il convient néanmoins de noter que les sociétés qui utilisent des instruments dérivés dans le cadre de leur programme de rachat continueront à donner une information sur leurs positions ouvertes à la date d'établissement du descriptif, présentées conformément à un tableau figurant dans l'instruction de l'AMF n° 2005-06 du 22 février 2005¹⁷.

Les sociétés sont dispensées de la publication du descriptif du programme lorsque le rapport financier annuel ou le document de référence comprend l'intégralité des informations devant figurer dans le descriptif.

¹⁶ Article 222-3 I 3° du règlement général de l'AMF.

¹⁷ Instruction de l'AMF n° 2005-06 Informations que doivent déclarer et rendre publiques les émetteurs pour lesquels un programme de rachat d'actions propres est en cours de réalisation et aux modalités de déclaration des opérations de stabilisation d'un instrument financier.

2. La mise en œuvre des contrats de liquidité

Une société rachetant ses propres actions ne peut en effet acquérir un nombre d'actions représentant plus de 10% de son capital.

Le seuil de 10% est calculé en additionnant les achats bruts sans tenir compte des ventes réalisées par la société. Cette position résulte d'une lecture stricte du code de commerce¹⁸ qui dispose que l'assemblée générale peut autoriser le conseil d'administration à acheter « (...) un nombre d'actions représentant jusqu'à 10 % du capital de la société » (article L. 225-209).

Par exception, dans le cas des achats effectués dans le cadre d'un contrat de liquidité (achat en vue d'une revente prochaine), l'article L.225-209 deuxième alinéa prévoit **un calcul du plafond de 10% en net, déduction faite des reventes effectuées dans le cadre dudit contrat.**

Il convient cependant de préciser que ces modalités de calcul n'ont pas d'impact sur les obligations de déclaration vis-à-vis de l'AMF : les émetteurs doivent continuer de déclarer l'intégralité des achats et des ventes réalisés dans le cadre de leur programme de rachat, y compris les achats et les ventes réalisés dans le cadre d'un contrat de liquidité.

Enfin, les actions acquises dans le cadre d'un contrat de liquidité ne doivent plus obligatoirement être mises sous forme nominative¹⁹.

3. Rappel des obligations de publicité et de déclaration

Les obligations de publicité et de déclaration liées à la mise en œuvre d'un programme de rachat d'actions sont les suivantes :

Obligations	Sources
<i>Préalablement à la mise en œuvre du programme de rachat autorisé par l'AG</i>	
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Publication par la société d'un descriptif du programme de rachat d'actions (diffusion effective et intégrale par voie électronique et mise en ligne sur le site de la société) 	Règlement européen, art. 4 §2 RGAMF, art. 241-2
<i>Pendant la réalisation du programme de rachat</i>	
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Publication par la société des transactions à J+7 par mise en ligne sur le site Internet de la société (hors transactions réalisées dans le cadre d'un contrat de liquidité). 	Règlement européen, art. 4 §4 RGAMF, art. 241-4, I 1°
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Déclarations mensuelles de la société à l'AMF transmises à l'adresse rachatactions@amf-france.org selon le formulaire de déclaration disponible sur le site de l'AMF. 	Règlement européen, art. 4 §3 Code de commerce art. L. 225-212 RGAMF, art. 241-4, I 2°
<i>Chaque année</i>	

¹⁸ L'émetteur est soumis à une contrainte en termes de flux, en application de l'article L. 225-209, et à une autre en termes de stock, en application de l'article L. 225-210 qui interdit à l'émetteur de posséder, directement ou indirectement, plus de 10 % du capital.

¹⁹ Article L. 225-210 du code de commerce : « La société ne peut posséder, directement ou par l'intermédiaire d'une personne agissant en son propre nom, mais pour le compte de la société, plus de 10 % du total de ses propres actions, ni plus de 10 % d'une catégorie déterminée. Ces actions doivent être mises sous la forme nominative, à l'exception des actions rachetées pour favoriser la liquidité des titres de la société, et entièrement libérées lors de l'acquisition. (...) »



- | | |
|--|-------------------------------------|
| ▪ Présentation du bilan de la mise en œuvre du programme de rachat et de l'utilisation des actions acquises dans le rapport du conseil d'administration ou du directoire à l'assemblée générale. | Code de commerce
art. L. 225-211 |
|--|-------------------------------------|

Les modalités de publicité des contrats de liquidité

Les sociétés cotées sur Euronext ou Alternext Paris mettant en œuvre un contrat de liquidité respectent les obligations suivantes :

- publication d'un communiqué annonçant la mise en œuvre du contrat de liquidité ;
- publication, sous forme de communiqué, d'un bilan semestriel du contrat de liquidité ;
- information du marché par voie de communiqué de toute modification des caractéristiques du contrat.

Ces communiqués font l'objet d'une diffusion effective et intégrale, par voie électronique selon les modalités définies à l'article 221-4 du règlement général de l'AMF pour les sociétés cotées sur Euronext, ou par mise en ligne sur le site internet de l'émetteur lorsque ce dernier est coté sur Alternext.

Annexe 2 : Liste des textes et publications AMF et COB caducs

RÈGLEMENTS ET INSTRUCTIONS DE LA COB

Règlement COB n°90-04 modifié par les règlements n°92-03, 98-03, 2000-06 et 2002-02 de la Commission relatif à l'établissement des cours
Règlement COB n°98-02 modifié par les règlements n°2000-06 et 2002-02 de la Commission relatif à l'information à diffuser à l'occasion de programmes de rachats de titres de capital admis aux négociations sur un marché réglementé
Instruction COB d'octobre 2003 prise en application du règlement n°98-02 relatif à l'information à diffuser à l'occasion de programmes de rachats de titres de capital admis aux négociations sur un marché réglementé
Instruction COB du 10 avril 2001 prise en application du règlement n°90-04 relatif à l'établissement des cours

PUBLICATIONS

Date	Titre
Mars 2005	La mise en œuvre du nouveau régime de rachat d'actions propres – RM n°12
Juin 2003	Précisions concernant la mise en œuvre des rachats d'actions en 2002 – BM COB n°380
Mars 2003	Intervention en dehors des fourchettes de prix fixées par l'assemblée générale. – BM COB n°377
Avril 2002	Modalités d'application du règlement n°90-04 – BM COB n°367
Avril 2002	Présentation de la modification du règlement COB n°90-04 par le règlement 2000-06 – BM COB n°367
Fév. 2002	Guide d'établissement des notes d'information relatives aux programmes de rachat d'actions – BM COB n°365
Nov. 2001	Modalités d'application du règlement n°90-04 relatif à l'établissement des cours sur les interventions des émetteurs sur leurs propres titres par négociations de blocs – BM COB n°362
Juin 2001	Rappel de la réglementation et des modalités de calcul pour les rachats et annulations d'actions. – BM COB n°358
Mai 2001	Réforme 2001. Présentation de l'Instruction du 10 avril 2001 prise en application du règlement n°90-04 et n°2000-06 relatif à l'établissement des cours - assouplissement des critères de légitimité – BM COB n°357
Janv. 2001	Réforme 2000. Commentaire relatif à la publication du règlement n°2000-06 portant modification des règlements n°90-04 et 98-02. Précisions sur la régularisation de cours et intervention d'expert indépendant – BM COB n°353
Juin 2000	Réforme 2000. Suites données par la COB à la consultation de place relative au rachat par les sociétés de leurs propres actions en juin 2000 – BM COB n°347
Mai 2000	Synthèse de la consultation de place relative au rachat par les sociétés de leurs propres actions – BM COB n°346
Fév. 2000	Rachat par les sociétés de leurs propres actions : bilan et proposition – Consultation de place – BM COB n°343



Avril 1999	Les obligations déclaratives des sociétés procédant à des rachats d'actions (tableau de déclarations) – BM COB n°334
Fév. 1999	L'utilisation, par les sociétés, de produits dérivés dans le cadre des programmes de rachat de leurs actions – BM COB n°332
Fév. 1999	Communiqué relatif à la comptabilisation des titres acquis dans le cadre d'un programme de rachat d'actions – BM COB n°332
	Réforme de 1998. Présentation des règlements n°98-02 et 98-03 – RA 1998
Oct. 1998	Communiqué relatif au nouveau régime applicable aux rachats par les sociétés de leurs propres actions (premier bilan) le 25 septembre 1998 – BM COB n°328
Sept. 1998	Réforme de 1998. Mise en place des programmes de rachats. Présentation des règlements n°98-02 et n°98-03 – BM COB n°327

* RM : revue mensuelle

* BM : bulletin mensuel