

94 Le nouveau régime des programmes de rachats de titres sur Alternext

La loi n° 2012-387 du 22 mars 2012 dite Warsmann II, aligne le régime des programmes de rachat d'actions sur Alternext avec celui applicable sur le marché réglementé, prévu à l'article L. 225-209 du Code de commerce. Les sociétés dont les titres sont admis sur Alternext, qui, en résumé, ne pouvaient mettre en œuvre un programme de rachat qu'en vue de favoriser la liquidité de leurs titres dans le cadre des dispositions spécifiques de l'article L. 225-209-1 du Code de commerce, pourront désormais réaliser ces achats pour d'autres finalités, en se prévalant de l'ensemble des dispositions de l'article L. 225-209. Toutefois, cette réforme reste à traduire, sans ambiguïté, dans la réglementation boursière.

Rachat d'actions – Alternext – Régime – Nouvelles finalités –
Alignement avec le marché réglementé – Warsmann II

L. n° 2012-387, 22 mars 2012, art. 15 : JO 23 mars 2012, p. 5226

COMMENTAIRE

La loi Warsmann II relative à la simplification du droit et à l'allègement des démarches administratives, promulguée le 22 mars 2012, inclut une batterie de mesures techniques en faveur des PME et des entreprises de taille intermédiaire. L'article 15 de la loi prévoit d'étendre aux émetteurs dont les titres sont admis sur Alternext¹, le régime des rachats program-
més applicable aux émetteurs cotés sur le marché réglementé², prévu à l'article L. 225-209 du Code de commerce (I). La portée de cette réforme doit cependant être relativisée, car les deux régimes ne sont pas totalement unifiés (II).

I - L'extension à Alternext du régime des programmes de rachats applicable aux émetteurs cotés sur le marché réglementé

Depuis 1998, les sociétés cotées sur le marché réglementé peuvent réaliser des rachats d'actions dans le cadre de programmes autorisés par une assemblée générale ordinaire, dont la mise en œuvre est relative-

ment souple, en comparaison avec les rachats relevant du droit commun³. Un programme de rachat peut, en effet, être réalisé « par tous moyens », soit au « fil de l'eau » soit dans le cadre d'une offre ouverte à tous les actionnaires⁴. Permettant d'intervenir sur le marché du titre, il peut être mis en œuvre à des fins de gestion financière. L'alignement pur et simple des règles applicables aux rachats de titres cotés sur Alternext sur celles en vigueur sur le marché réglementé⁵ avait donc été proposé dès 2008, comme une mesure de faveur⁶, par le groupe de travail sur Alternext mis en place par l'Autorité des marchés financiers⁷. La loi Warsmann II qui a finalement décidé cet alignement, abroge en toute logique le régime éphémère mis en place par l'ordonnance n° 2009-105 du 30 janvier 2009⁸ spécifiquement pour Alternext, désormais inutile. Rappelons que, sous ce régime, les sociétés cotées sur Alternext ne pouvaient mettre en œuvre un programme de rachat qu'à la seule fin de favoriser la liquidité de leurs titres.

Les émetteurs cotés sur Alternext pourront donc désormais mettre en œuvre un programme de rachat de titres pour les finalités fixées par l'assemblée générale et notamment⁹ :

– dans le cadre d'un contrat de liquidité, dans des conditions inchangées ;

1 Plus largement, sur tout système multilatéral de négociation organisé (SMNO) au sens de l'article 524-1 du règlement général de l'AMF.

2 Amendement déposé par M. Huyghe.

3 C. com., art. L. 225-207 et L. 225-208.

4 L'article R. 225-153 du Code de commerce oblige la société qui procède à l'achat de ses propres actions en vue de les annuler, à faire une offre à tous ses actionnaires. Cet article n'est pas applicable à un programme de rachat.

5 V. rapp. AN, n° 3787, p. 37.

6 Cette réforme s'inscrit dans la continuité des préconisations du rapport de Gérard Rameix et Thierry Giami de novembre 2011 ainsi que de la loi n° 2009-155 du 19 octobre 2009 tendant à favoriser l'accès au crédit des petites et moyennes entreprises et à améliorer le fonctionnement des marchés financiers, notamment d'Alternext.

7 Rapport du 6 octobre 2008, proposition IV, § 3.1. Cette harmonisation avait été proposée, en vain, dans le cadre des débats de la loi de régulation bancaire et financière du 22 oct. 2010.

8 Prise sur la base de la loi n° 2008-476 du 4 août 2008 de modernisation de l'économie.

9 Les rachats peuvent être effectués pour toutes les finalités prévues dans l'autorisation de l'assemblée générale, fixée librement. Ces finalités peuvent dépasser les objectifs prévus par l'article 631-5 du règlement général de l'AMF et l'article 3 du règlement n° 2273/2003/CE de la Commission du 22 décembre 2003 (« le Règlement ») (v. ANSA, CJ 7 déc. 2005). Mais, dans ce dernier cas, l'émetteur ne bénéficie plus de la présomption de légitimité en matière d'abus de marché.

- en vue d'une annulation des titres achetés y compris dans le cadre d'un contrat de liquidité¹⁰ ;
- en vue de la remise de titres en paiement ou en échange dans le cadre d'une opération de fusion, de scission ou d'apport d'actifs, sous réserve que les rachats effectués n'excèdent pas 5 % du capital ;
- pour la couverture des plans d'actionnariat salarié, d'actions gratuites et de *stock-options* (options d'achat) ;
- pour la couverture des titres donnant accès au capital.

Le plafond global applicable à ces opérations de rachat effectuées par le conseil d'administration ou le directeur, dans le cadre de l'autorisation de l'assemblée générale, reste fixé à 10 % du capital de l'émetteur. Comme précédemment, l'autorisation ne peut être donnée pour une durée supérieure à dix-huit mois.

Soulignons d'emblée que l'article L. 225-209, déjà partiellement applicable sur Alternext, permettait de programmer des rachats pour la couverture des engagements pris dans le cadre d'un PEE mentionné aux articles L. 3332-1 et suivants du Code du travail.

Pour mémoire, les sociétés cotées sur Alternext pouvaient aussi procéder à des rachats, même au-delà de 10 % du capital, notamment sur le fondement du régime de droit commun des réductions de capital non motivées par des pertes¹¹, dans le cadre d'une offre ouverte à tous les actionnaires¹², c'est-à-dire en dehors d'un programme de rachat¹³.

II - Une réforme dont la portée mérite d'être nuancée

Il est vrai que si le principal intérêt de cette réforme est d'étendre à Alternext l'ensemble du dispositif de l'arti-

cle L. 225-209, il convient d'emblée d'en relativiser la portée. L'harmonisation avec les règles applicables aux sociétés sur le marché réglementé, maintenant achevée en droit des sociétés, reste d'ailleurs à traduire sans ambiguïté dans la réglementation boursière.

En effet, à la date d'adoption de la loi, plusieurs points restaient à préciser par l'AMF :

- tout d'abord, l'applicabilité à Alternext du système de *safe harbour* mis en place dans le cadre de la directive n° 2003/6/CE dite « abus de marché », devra être confirmée. La directive et le règlement¹⁴ pris pour son application, ont prévu une présomption irréfragable de légitimité pour certaines opérations sur actions propres effectuées dans le cadre de programmes de rachat ou de mesures de stabilisation d'un instrument financier, qui, de ce fait, ne peuvent constituer des abus de marché. Or, ces dispositions ne visent que le marché réglementé¹⁵ et non Alternext¹⁶. Il appartiendra ainsi à l'AMF d'indiquer clairement si l'article 631-5, 1° de son règlement général, qui reprend en substance ces règles européennes, est aussi applicable à Alternext comme sa rédaction peut le laisser penser¹⁷ ;

- comme sous l'ancien régime, la présomption simple de légitimité dont bénéficient les opérations de rachat réalisées par un prestataire de services d'investissement dans le cadre d'un contrat de liquidité conforme aux principes énoncés par la charte de déontologie établie par l'Amafi, s'appliquera aussi à Alternext. Ces opérations constituent en effet une pratique de marché admise au sens de l'article 612-1 du règlement général de l'AMF qui a été expressément élargie aux SMNO en 2009¹⁸. En revanche, les émetteurs cotés sur Alternext ne devraient pas pouvoir se prévaloir, dans l'immédiat en tout cas, de la position de l'AMF du 22 mars 2005 pour justifier des rachats de titres réalisés en vue d'une opération

10 Sur Alternext, cette possibilité d'annuler les titres acquis dans le cadre d'un contrat de liquidité avait été supprimée par l'ordonnance n° 2009-105 du 30 janvier 2009.

11 C. com., art. L. 225-207.

12 C. com., art. R. 225-153.

13 Les rachats de titres étaient aussi permis sur Alternext pour couvrir les différents régimes d'actionnariat salarié, les plans d'options d'achat d'actions ou d'actions gratuites en dehors d'un programme de rachat (v. C. com., art. L. 225-208, applicable selon l'Ansa, à toutes les sociétés cotées ou non [v. comm. n° 2978 et C] du 5 oct. 2005), c'est-à-dire aussi à Alternext). La Commission des opérations de bourse avait toutefois souhaité que ce texte soit réservé aux sociétés non cotées (Bull. COB juin 2000, p. 78). Cette interprétation par trop restrictive de la COB a été remise en cause par le gouvernement dans le cadre des débats sur la loi n° 2006-1770 du 30 décembre 2006.

14 Le Règlement limite les opérations de rachat pouvant bénéficier de la présomption de légitimité irréfragable prévue par la directive abus de marché, aux objectifs suivants :

– la réduction du capital de l'émetteur ;

– la couverture 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.

15 Dir. n° 2003/6/CE, art. 9.

16 V. en ce sens P. A. Conchon, S. Apaya-Gadabaya, in BJB déc. 2008, p. 537, n° 67 et S. Tandeau de Marsac, Gaz. Pal., 14 juin 2005, n° 165, p. 2.

17 Cet article rend notamment inapplicable l'obligation d'abstention prévue en matière de manipulation de cours aux opérations effectuées dans le cadre de programmes de rachats dès lors que ces opérations sont effectuées conformément aux dispositions du Règlement. Cette exemption semble s'appliquer à tout émetteur dont les titres sont admis sur le marché réglementé ou un SMNO. Pour les mêmes raisons, les « fenêtres négatives », pendant lesquelles les émetteurs doivent s'abstenir d'intervenir sur leurs propres titres, prévues à l'article 631-6 du règlement général de l'AMF devraient être applicables aux émetteurs cotés sur Alternext mettant en œuvre un programme de rachat dans le cadre du nouveau régime.

18 V. position de l'AMF concernant la pratique de marché admise n° 2011-07 relative au contrat de liquidité.

- de croissance externe puisque le bénéfice de cette pratique de marché n'a pas, à ce jour, été expressément étendu à Alternext selon les formalités prévues par l'article 612-4 du règlement général AMF ;
- si les achats devraient se réaliser dans des conditions d'intervention, notamment de prix et de volumes¹⁹, identiques à celles prévues pour le marché réglementé, il semble cependant nécessaire que la position de l'AMF relative à la mise en œuvre du régime de rachat d'actions l'indique clairement ;
 - la loi ne détaille pas les nouvelles obligations en matière de publicité et d'information susceptibles de s'appliquer aux sociétés cotées sur Alternext. L'article L. 225-212 du Code de commerce, qui répercute l'abrogation de l'article L. 225-209-1, maintient la déclaration mensuelle²⁰. Il appartiendra à l'AMF de préciser les autres obligations déclaratives sur Alternext. Ces obligations pourraient être alignées sur le régime applicable sur le marché réglementé, lui-même simplifié par l'ordonnance du 30 janvier 2009²¹. Les articles 241-1 et suivants du règlement général de l'AMF, qui prévoient les règles de trans-

parence en vigueur sur le marché réglementé, pourraient donc être adaptés à Alternext ou étendus sans modification²². Il paraîtrait justifié d'imposer au moins la publication d'un descriptif du programme de rachat, qui n'a plus besoin, depuis 2005, d'être visé par l'AMF.

Enfin, les offres publiques, qui peuvent être utilisées pour mettre en œuvre un programme de rachat, n'obéissent pas au même régime sur Alternext. En effet, dans le cas d'Alternext, l'offre n'est pas soumise à un contrôle de conformité de l'AMF²³ contrairement à ce qui prévaut sur le marché réglementé²⁴. L'AMF considère toujours que de telles offres de rachat sur Alternext²⁵, qu'elle qualifie justement d'offres « contractuelles », échappent à son contrôle²⁶ et ne font l'objet d'aucune décision de conformité ou de visa de l'AMF. En outre, le déroulement de l'offre n'est pas soumis à la procédure simplifiée prévue par le règlement général de l'AMF. Celle-ci est donc librement fixée par l'offrant, qui pourra s'inspirer ou non de cette procédure, ce qui constitue une autre différence perdurant par rapport au marché réglementé.

Nicolas Cuntz
Amélie du Passage

Brandford-Griffith & Associés

19 Fixées par le Règlement de la commission du 22 décembre 2003.

20 Les sociétés cotées sur Alternext sont déjà soumises aux obligations d'information spécifiquement applicables en cas de mise en œuvre d'un contrat de liquidité, ainsi qu'aux obligations prévues par la loi (C. com., art. L. 225-211 et L. 225-212), à savoir, l'obligation :
– d'effectuer des déclarations mensuelles à la société et à l'AMF ;

– de présenter un 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 (v. communiqué de l'AMF concernant les règles de publicité en vigueur pour les rachats d'actions et les contrats de liquidité, 19 nov. 2009).

21 Ord. n° 2009-105, 30 janv. 2009.

22 Dans cette hypothèse, les sociétés cotées sur Alternext auraient l'obligation de publier un descriptif du programme de rachat d'actions et de publier les transactions réalisées au plus tard le 7^e jour suivant leur date d'exécution, nonobstant le respect des obligations déclaratives prévues par la loi (C. com., art. L. 225-211 et L. 225-212 susmentionnés).

23 À l'exception des sociétés dont les titres ont été transférés depuis moins de trois ans du marché réglementé vers un SMNO dans le cadre de la procédure de transfert simplifiée prévue à l'article 223-36 du règlement général de l'AMF.

24 Conformément aux articles 231-1 et 233-1, 6^e du règlement général de l'AMF, la procédure simplifiée est uniquement applicable aux offres publiques de rachat réalisées sur le marché réglementé.

25 V. offres contractuelles de rachat de *1000 Mercis* (2009), d'*Efront et Environnement SA* (2010), de *The Marketing Group et Sporever* (2011) et de *Richel Serres de France* (2012).

26 Règl. gén. AMF, art. 231-1, al. 1.