

# Les émetteurs se rachètent auprès de leurs actionnaires

Face à l'évolution erratique de leur cours de bourse, de nombreux émetteurs ont procédé ces derniers mois à des rachats d'actions en vue de les conserver ou de les annuler.



**Par Florent Bouyer,**  
avocat



**et Guilhem Richard,**  
avocat, Mayer Brown

Ces opérations visent traditionnellement à servir certains objectifs d'un programme de rachat en cas de conservation des titres rachetés (croissance externe, actionnariat salarié ou titres échangeables principalement) ou à améliorer leur rendement (hausse mécanique du bénéfice par action) en

cas d'annulation. Au-delà du thème classique de la création de valeur pour l'actionnaire, le rachat pour annulation révèle une grande variété d'utilisations.

## **1. Modalités du rachat pour annulation**

Afin de ne pas être limités par les règles applicables aux achats effectués au fil de l'eau (notamment en termes de volumes quotidiens) dans le cadre d'un programme de rachat d'actions, deux mécanismes sont envisageables : l'offre publique de

rachat d'actions (OPRA) ou l'offre publique d'achat simplifiée (OPAs) réalisée dans le cadre d'un programme de rachat d'actions. Si une OPRA implique nécessairement une annulation d'actions dans le cadre d'une réduction de capital non motivée par des pertes, le lancement d'une OPAs peut servir des objectifs plus variés de gestion financière propres aux programmes de rachat d'actions ou se rapprocher de la logique d'une OPRA si elle s'accompagne d'une annulation de titres (voir par exemple l'OPAs lancée en mai 2008 par Sodexo). Bouygues a ainsi annoncé en août 2011 le lancement d'une offre publique de rachat portant sur 11,7% de son capital avec une

prime de 30% sur le cours de clôture du 30 août 2011 (sous réserve de l'approbation de son assemblée générale extraordinaire convoquée le 10 octobre 2011).

Dans les deux hypothèses, les modalités de l'offre seront décrites dans une note d'information. La nomination d'un expert indépendant pourra également être nécessaire, notamment si des conflits d'intérêts sont susceptibles d'apparaître. Un tel conflit se matérialise généralement par l'annonce de l'intention d'un actionnaire de ne pas apporter ses titres à l'offre (voir en ce sens l'OPRA Bouygues, SCDM, qui détenait 18,1% du capital au 30 juin 2011, ayant fait part de son intention de ne pas y participer). Les modalités techniques sont elles aussi identiques, les deux offres s'inscrivant dans le cadre de la procédure des offres simplifiées.

## **2. Financement du rachat pour annulation**

Pour financer ces opérations, les émetteurs ont généralement recours à leur excédent de trésorerie. Il est également possible d'envisager le financement de ces offres par remise d'un actif (notons que dans cette hypothèse la nomination d'un expert indépendant sera nécessaire). Si une offre publique simplifiée peut être d'achat ou d'échange, ni le règlement général de l'AMF ni la réglementation en vigueur ne vise explicitement l'hypothèse d'une OPRA sous forme d'une offre d'échange. Dans la mesure cependant où une OPRA relève du régime des offres publiques simplifiées qui peuvent être réalisées sous la forme d'offre publique d'achat ou d'échange, rien ne semble interdire de structurer une OPRA par remise de titres. Les exemples sont cependant rares. Citons Sequana qui a lancé en 2006 une OPRA par voie d'échange contre des actions SGS détenues en portefeuille ou, alternativement, en numéraire ou encore Gecina qui a lancé en 2007 une OPRA sur ses titres par voie d'échange avec des actions Medea émises au profit de Gecina en rémunération d'apports en nature.

*En termes de volumes, seule l'OPRA peut permettre à un émetteur de dépasser le seuil de 10% du capital social, l'OPAs étant non seulement limitée à 10% du capital social mais devant également prendre en compte le nombre d'actions déjà détenues par l'émetteur.*

Une telle offre d'échange pourrait-elle également être réalisée par la remise de titres donnant accès au capital de l'émetteur (l'hypothèse d'une offre d'échange contre des actions de l'émetteur n'ayant guère d'intérêt pratique ni même théorique dans le cadre d'un rachat d'actions)? Si l'AMF a déjà admis que la contrepartie d'un échange prenne la forme de titres donnant accès au capital de l'initiateur (en 2003, Electricité des Eaux de Madagascar a par exemple lancé une offre sur les titres Groupe Gascogne rémunérée par des ORANE), cette modalité de rémunération se heurterait à certains écueils juridiques et réglementaires

*Du point de vue de l'actionnaire de référence, le rachat d'actions peut constituer un risque ou une opportunité de dépasser certains seuils réglementaires. Du point de vue de la société, il peut également permettre la sortie d'un investisseur déterminé.*

(respect de l'intérêt social, relation fictive des actionnaires n'apportant pas à l'offre, liquidité limitée des titres remis en échange, etc.) voire fiscaux (problématique de l'acte anormal de gestion). Notons toutefois que cette analyse serait nuancée dans l'hypothèse où les titres ne seraient pas annulés mais affectés à des objectifs du programme de rachat d'actions (OPEs). Il serait alors en théorie possible de «panacher» une OPEs dans le cadre d'un programme de rachat d'actions à une OPRA

### 3. Annulation et réorganisation capitalistique

rémunérée en numéraire. Unibel a ainsi par exemple lancé en 2005 une OPRA rémunérée en numéraire couplée avec une OPEs dans le cadre d'un programme de rachat d'actions rémunérée par la remise d'obligations Unibel à option d'échange ou de conversion en une action Fromageries Bel, filiale d'Unibel.

Un risque, en premier lieu, dans la mesure où la relation induite par l'annulation des titres peut entraîner pour l'actionnaire (non apporteur) le franchissement d'un seuil qui l'obligerait à déposer un projet d'offre publique (franchissement du seuil de 30% des titres de capital ou des droits de vote ou augmentation de la détention de plus de 2% en moins de douze mois consécutifs pour un actionnaire détenant entre 30% et 50% des titres de capital ou des droits de vote). Si le règlement général de l'AMF prévoit une dérogation en cas de réduction du nombre total de titres de capital ou du nombre total de droits de

vote existant dans la société visée, l'étude des précédents souligne que certaines concessions sont nécessaires pour bénéficier de cette dérogation. Dans le cadre d'OPRA, des actionnaires se sont engagés à ne pas influencer sur la décision de l'assemblée générale relative à la réduction de capital par voie d'OPRA (Lectra (2007)) ou à réduire leur participation en deçà d'un certain seuil post-OPRA (Prosodie (2004)). Dans le cadre d'OPAs, des actionnaires se sont également engagés à s'abstenir (abstention des administrateurs nommés par l'actionnaire) sur le vote relatif à la mise en œuvre du programme de rachat ou à accepter que la mise en œuvre du programme de rachat soit supervisée par un comité composé de six administrateurs indépendants. L'idée est commune : prévoir en amont les conditions permettant d'éviter que l'opération ne soit considérée comme un moyen détourné d'accroître le pouvoir de certains actionnaires.

Une opportunité, en second lieu, dans l'hypothèse où les actionnaires de référence souhaitent pousser la relation à l'extrême et ainsi préparer un retrait de la cote. Tel fut le cas dans le cadre des offres lancées par Radiall en 2010 structurées autour d'une OPRA portant sur 25% du capital à titre principal et d'une OPAs dans le cadre du programme de rachat d'actions sur 8,2% du capital visant à permettre au concert majoritaire de détenir 95% du capital et des droits de vote. L'offre de retrait était par ailleurs conditionnée au vote de l'assemblée de Radiall d'une distribution de dividendes à titre exceptionnel permettant au concert de la financer.

Inversement, le rachat d'actions peut servir à organiser la sortie d'un actionnaire. Ce type d'opération sera cependant réalisé non par une offre (qui, par définition, est ouverte à tout actionnaire), mais dans le cadre du programme de rachat d'actions par négociation de bloc suivi, le cas échéant, d'une annulation des actions rachetées. L'Autorité des marchés financiers a accepté dans le passé ce type de transaction sous réserve de la publication d'un communiqué et d'une acquisition réalisée au cours de bourse. Il conviendra également de s'assurer que cette opération n'a pas a priori pour objet exclusif le retrait d'un actionnaire et qu'elle est conforme aux termes de l'autorisation donnée en assemblée ainsi qu'à l'intérêt social de l'émetteur.

Les conséquences ou les opportunités du rachat d'actions pour annulation dépassent le cadre de l'analyse classique du rachat d'actions pour annulation pris comme une simple alternative au versement de dividendes. Il constitue également, en fonction de ses modalités de financement ou de ses applications, une technique de gestion financière et stratégique du capital. ■