

**PROGRAMME DE RACHAT D' ACTIONS
MODIFICATIONS DU RG AMF
INDUITES PAR LA LOI DU 22 MARS 2012**

CONSULTATION DE L'AMF

Observations de l'AMAFI

L'AMF a souhaité recueillir les observations de l'AMAFI sur des propositions de modifications de différents textes de l'AMF relatifs aux programmes de rachat d'actions induites par la loi n° 2012-387 du 22 mars 2012 relative à la simplification du droit et à l'allégement des démarches administratives.

Les textes concernés par ces modifications sont au nombre de trois :

- Le Règlement général ;
- La Pratique de marché admise n° 2005-12 concernant l'acquisition d'actions propres aux fins de conservation et de remise ultérieure en paiement ou en échange dans le cadre d'opérations de croissance externe (la PMA Croissance externe) ;
- La Position AMF n° 2009-17 : Mise en œuvre du régime de rachat d'actions.

Sur le fond, dès lors que les modifications en question ne font que mettre en œuvre au niveau des textes AMF la volonté du législateur - que l'AMAFI a soutenue par ailleurs - d'étendre les possibilités de rachat d'actions sur Alternext (jusque là limitées à l'objectif de favoriser la liquidité) en les alignant sur celles applicables sur le marché réglementé, ces modifications doivent, dans le principe, être approuvées.

Toutefois, il apparaît qu'à l'occasion de cette mise en œuvre, les modifications proposées soulèvent quelques difficultés juridiques qui ne peuvent être ignorées. C'est pourquoi, l'AMAFI estime, à leur sujet, devoir formuler les quelques observations suivantes.

➤ **ANNEXE 1 : Proposition de modification du règlement général**

1. **Point 12 : Article 631-6**

En marge du point 5, il est mentionné à juste titre que le règlement n° 2273/2003 (le Règlement) n'est pas applicable aux sociétés cotées sur un SMNO. Dès lors, il ne peut être fait référence aux dispositions de l'article 6 du Règlement comme fondement juridique justifiant de l'application des obligations d'abstention pendant les « fenêtres négatives » aux émetteurs dont les titres de capital sont admis sur un SMNO au sens de l'article 524-1.

L'article 631-6 ne peut donc viser que les émetteurs dont les titres de capital sont admis aux négociations sur un marché réglementé, étant précisé, comme cela est mentionné dans le dernier alinéa de cet article 631-6, que « *l'application de ces dispositions peut être écartée lors de la mise en œuvre d'une pratique de marché admise si la décision d'acceptation de cette pratique mentionnée à l'article 612-4 le permet* ».

A titre de comparaison, s'agissant de la pratique de marché admise (PMA) des contrats de liquidité, comme l'AMF le sait bien, les conditions de prix et de volume ainsi que les dispositions de l'article 631-6 du Règlement ont été expressément déclarées non applicables dans le corps

même de la PMA (v. §3. a) Modalités d'intervention). De ce fait, il n'y a eu aucune difficulté juridique particulière lorsque la PMA des contrats de liquidité, en vigueur à l'origine uniquement sur le marché réglementé, a été étendue, en 2008, aux SMNO.

La situation est autre pour la PMA Croissance externe qui prévoit, à l'inverse, expressément (v. § 3. a) Modalités d'intervention) que « *les conditions et restrictions mentionnées aux articles 5 et 6 dudit règlement s'appliquent aux opérations réalisées par un Emetteur dans le cadre de la pratique décrite dans la présente décision* ».

Se pose alors le problème du fondement juridique de ces restrictions : pour les émetteurs cotés sur un marché réglementé, ce fondement est naturellement le Règlement. En revanche, pour ceux dont les titres sont admis sur un SMNO, le fondement des obligations d'abstention pendant les « fenêtres négatives » ne peut résulter valablement que de la PMA elle-même (et non du Règlement).

C'est pourquoi, il sera proposé de modifier le texte de ladite PMA de la façon indiquée ci-après (v. § 3 relatif à l'ANNEXE 2 ci-dessous).

Mais s'agissant de l'article 631-6 qui est rédigé de telle façon que les restrictions sont présentées comme applicables en vertu du Règlement, il ne peut par définition s'appliquer qu'aux émetteurs dont les titres sont admis sur un marché réglementé, ce qui conduit à proposer d'y apporter la modification suivante :

Proposition de modification de l'article 631-6

Conformément aux dispositions de l'article 6 du règlement n° 2273/2003 de la Commission européenne du 22 décembre 2003, l'émetteur dont les titres de capital sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation organisé au sens de l'article 524-1 doit s'abstenir d'intervenir sur ses propres titres :

1° Pendant 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 ;

2° Pendant la période de quinze 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.

L'application de ces dispositions peut être écartée lors de la mise en œuvre d'une pratique de marché admise si la décision d'acceptation de cette pratique mentionnée à l'article 612-4 le permet.

➤ ANNEXE 2 : Proposition de modification de la PMA Croissance externe

2. Dernière alinéa du paragraphe 2 (Critères pris en compte pour déterminer l'acceptabilité de la pratique concernée).

Il y a lieu de corriger cette phrase, comme indiqué ci-après, pour prendre en compte le fait que les interventions de l'Emetteur peuvent désormais être réalisées également sur une SMNO.

« Les interventions de l'Emetteur sont réalisées sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation organisé au sens de l'article 524-1 du règlement général de l'AMF. Les conditions de mise en œuvre de la pratique permettent de garantir la sécurité de tous les intervenants sur ce marché. »

3. Premier alinéa du paragraphe 3. a) (Modalités d'intervention)

Comme mentionné ci-dessus (Point 1 relatif à l'ANNEXE 1), cet alinéa prévoit que « ...les conditions et restrictions mentionnées aux articles 5 et 6 dudit règlement s'appliquent aux opérations réalisées par un Emetteur dans le cadre de la pratique décrite dans la présente décision ».

Cet alinéa pourrait être conservé tel quel, dès lors qu'il prévoit l'application des conditions et restrictions du Règlement sans indiquer que c'est « en application » dudit Règlement qu'elles sont applicables.

Néanmoins, pour éviter toute ambiguïté, notamment par rapport à l'article 631-6 qui, prévoyant l'application des restrictions « *en application* » du Règlement ne peut, par voie de conséquence, s'appliquer qu'aux émetteurs dont les titres sont admis sur un marché réglementé, il est proposé de compléter l'alinéa, objet du présent commentaire, comme suit :

« ...les conditions et restrictions mentionnées aux articles 5 et 6 dudit règlement s'appliquent aux opérations réalisées par un Emetteur dans le cadre de la pratique décrite dans la présente décision, que les titres de l'Emetteur soient admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation organisé au sens de l'article 524-1 du règlement général de l'AMF. ».

➤ **ANNEXE 3 : Proposition de modification de la Position AMF n° 2009-17 du 19 novembre 2009 relative à la mise en œuvre du régime de rachats d'actions**

4. Deuxième alinéa

Cet alinéa qui prévoit que « l'ensemble des dispositions décrites dans cette position s'applique également aux sociétés dont les titres de capital sont admis aux négociations sur un système multilatéral de négociation organisé au sens de l'article 524-1 du règlement général qui se conforme volontairement aux dispositions du Règlement Européen » soulève des difficultés à plusieurs titres.

✚ Cet alinéa n'est pas compréhensible en l'état

Tout d'abord, on ne comprend pas à quoi se rapporte la phrase « *qui se conforme volontairement aux dispositions du Règlement Européen* » : l'emploi du singulier donne à penser qu'il s'agit du « *système multilatéral de négociation organisé au sens de l'article 524-1 du règlement général* ». Mais l'idée d'un SMNO qui se conforme volontairement aux dispositions d'un règlement européen n'a pas de sens sur le plan juridique, au moins en l'état actuel des textes : parmi les critères posés par l'article 524-1, figure celui de la soumission aux dispositions du livre VI relatif aux abus de marché. Ne figure pas en revanche la soumission à un quelconque règlement européen et en particulier à celui ici en cause concernant les programmes de rachat et la stabilisation, ce qui serait d'ailleurs très curieux. Dès lors, cette interprétation n'a pas de sens.

On pourrait alors supposer que la forme plurielle a été oubliée et que la volonté de l'AMF était de viser les sociétés dont les titres sont cotées sur un SMNO et qui « *se conforment volontairement aux dispositions du Règlement Européen* » dont le document de consultation rappelle, de façon tout à fait exact, qu'il ne s'applique qu'aux sociétés dont les titres sont cotés sur un marché réglementé. Mais l'idée de sociétés cotées sur Alternext qui se soumettraient volontairement aux dispositions du Règlement (comment serait matérialisée cette soumission volontaire ? selon quelle procédure ?) paraît tout aussi incongrue sur le plan juridique, au moins en l'état actuel des textes. En tout état de cause, en termes de protection de l'épargne, on a du mal à imaginer que sur Alternext pourraient coexister des émetteurs qui auraient pris un tel engagement et d'autres qui s'en seraient abstenus.

En outre, l'objet de cette position – tel que cet objet est énoncé au bas de la page 2 – est « *d'expliciter les conditions que les émetteurs doivent remplir pour bénéficier de la Présomption* ».

Or, comme le rappelle très justement l'AMF, c'est le Règlement qui pose une présomption de légitimité irréfragable et cette présomption issue du Règlement ne peut s'appliquer qu'aux émetteurs auxquels s'applique ledit Règlement, c'est-à-dire les émetteurs cotés sur un marché réglementé. La possibilité de bénéficier de cette présomption par le biais d'une soumission volontaire aux dispositions du Règlement paraît très douteuse. Cette présomption peut bénéficier aux émetteurs qui se soumettent non aux dispositions du Règlement mais à celles d'une PMA dans les conditions définies par la PMA en question. Comme c'est d'ailleurs le cas de la PMA contrat de liquidité

Cet alinéa ne peut donc être maintenu comme tel. Il le peut d'autant moins qu'il est erroné dans son contenu.

✚ Cet alinéa est inexact dans son contenu

Il n'est pas possible d'affirmer que toutes les dispositions de la présente position sont applicables aux sociétés cotées sur un SMNO. Un certain nombre de dispositions contenues dans cette position ne sont pas applicables en particulier aux émetteurs, cotés sur un marché réglementé ou un SMNO, qui concluent un contrat de liquidité conforme à la PMA des contrats de liquidité.

Une telle affirmation doit donc être nuancée à défaut de quoi elle sera source de difficultés d'interprétation qui ne sont naturellement pas souhaitables.

L'AMAFI estime donc que cette modification ne peut être adoptée comme telle. Il y a sans doute lieu de repenser la rédaction de ce paragraphe au regard de l'objectif poursuivi pour l'adapter d'une façon qui soit compréhensible et ne pose pas de problème juridique.

5. Paragraphe 2 (p. 19) de l'Annexe 1 à la Position AMF n° 2009-17

Le 2^{ème} paragraphe relatif à la mise en œuvre des contrats de liquidité retrace l'historique de la doctrine de l'AMF concernant le calcul du seuil de 10% avant d'arriver à la modification opérée par l'ordonnance du 30 janvier 2009. Dans ce contexte, la phrase « *selon la doctrine actuelle, héritée de la COB, le seuil de 10% est calculé en additionnant les achats bruts sans tenir compte des ventes réalisées par la société* » n'est plus aujourd'hui d'actualité et est susceptible de ce fait d'induire en erreur des personnes qui pourront lire ce paragraphe sans être parfaitement au fait de l'évolution de la législation à cet égard.

Pour la clarté des explications données par ce texte, il paraît donc important que ce texte soit dorénavant formulé dans une forme passée dans la mesure où ce qui est indiqué ne constitue pas « *la doctrine actuelle* » de l'AMF. En tout état de cause, l'intérêt d'un tel rappel historique mériterait d'être précisé.

6. Avant dernier paragraphe (p. 20) de l'Annexe 1 à la Position AMF n° 2009-17

De la même façon, ce paragraphe doit être mis à jour. En effet, énoncer que « *s'agissant des sociétés cotées sur Alternext Paris, ces dernières ne pouvant acheter leurs titres qu'aux fins de favoriser la liquidité des titres ...* » est aujourd'hui inexact puisque précisément, l'article 15 de la loi n° 2012-387 du 22 mars 2012 relative à la simplification du droit et à l'allègement des démarches administratives a eu pour objet – traduit par des modifications aux articles L. 225-209 et L. 225-209-1 (article supprimé par la loi) du Code de commerce – d'étendre aux sociétés cotées sur Alternext les possibilités de rachat d'actions (au-delà du seul objectif de liquidité) en les alignant sur celles permises sur le marché réglementé.

7. Questions-réponses (§ 9 de la Position AMF n° 2009-17) – Dernière question (p.16)

Les articles 223-1 A et suivants du RG AMF qui sont mentionnés dans la réponse à cette question concernant l'information requise en cas de rachat d'actions à un actionnaire minoritaire par négociation d'un bloc hors marché dans le cadre d'un programme de rachat d'actions, se rapportent à l'information privilégiée et aux obligations qui s'imposent à tout émetteur de porter à la connaissance du public toute information privilégiée définie à l'article 621-1 qui le concerne directement.

En application de ce texte, ce n'est donc que si l'information en cause, dans le cas de figure précis visé dans cette question, répondait à la définition de l'information privilégiée que l'obligation de publier un communiqué de presse en application des articles 223-1 A pourrait être justifiée. Or l'information privilégiée suppose notamment qu'elle soit susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés – ce qui ne sera pas forcément le cas dans toutes les situations visées dans cette question.

De ce fait, la réponse proposée est beaucoup trop large, une position AMF ne pouvant imposer une obligation supplémentaire qui n'est prévue ni par la loi, ni par les textes réglementaires.

La réponse devrait donc être nuancée ainsi :

« 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~~, lorsque l'opération en cause est susceptible de constituer une information privilégiée au sens de l'article 621-1 du règlement général de l'AMF, de publier, ~~dans le cadre des articles 223-1 A et suivants dudit règlement~~, un communiqué de presse conjoint avec le cédant.... »

