

(Article paru dans la Revue Bancaire et Financière 2006/2, pp. 67-71)

Les rachats d'actions propres par les sociétés cotées en bourse :

L'expérience suisse

Pierre-André Dumont, professeur de finance à la section HEC de l'Université de Genève.

Dušan Isakov, professeur de finance au département de gestion de l'Université de Fribourg.

Cet article propose un tour d'horizon de l'expérience suisse en matière de rachats d'actions propres des sociétés cotées en bourse. Autorisés depuis 1992, les rachats se sont multipliés et connaissent actuellement un succès croissant. Cet article débute par une description du contexte légal et fiscal dans lequel se déroulent ces opérations en Suisse. Il donne ensuite un aperçu des techniques utilisées et montre en particulier que les rachats sont essentiellement effectués à partir de deux techniques propres au marché suisse : le rachat sur une deuxième ligne de cotation et le rachat avec distribution d'options *put*. L'article se termine sur une description de l'évolution de l'activité de rachat de 1993 à 2005.

I. Le cadre légal

A. Le contexte général

Le 1er janvier 1992, le Code des obligations (CO) suisse a été profondément révisé. Les principales modifications ont été apportées au droit des sociétés anonymes, et en particulier, le nouveau droit a explicitement autorisé les rachats d'actions. En effet, avant cela, les rachats étaient quasiment prohibés par la loi puisque la détention d'actions pour compte propre par une société était formellement interdite. Au-delà de l'autorisation de rachats, trois articles du

CO traitent explicitement des rachats. En substance, ils indiquent que pour racheter ses actions, (i) le montant visé par le rachat maintienne le niveau de la réserve générale (c'est-à-dire les bénéfices non-distribués accumulés) à au moins 50% du capital-action nominal, (ii) une société ne peut pas racheter plus de 10% de son capital et (iii) les actions détenues pour compte propre sont stérilisées, en ce sens que leurs droits sociaux et pécuniaires sont suspendus pendant toute la durée de détention par la société. Un autre article du CO, plus ancien celui-ci, affecte également la réglementation sur les rachats, puisqu'il s'agit de l'égalité de traitement entre les actionnaires. Ainsi, lors d'un rachat, tout actionnaire doit pouvoir bénéficier d'une offre identique.

Les sociétés cotées en bourse doivent également se plier à la loi fédérale sur les bourses de valeurs mobilières (LBVM) qui est entrée en vigueur en mars 1995. La LBVM institue la commission des offres publiques d'achat (COPA) comme entité qui est chargée de veiller au respect de la loi dans le domaine des offres publiques d'achat (OPA). La COPA rapporte à son autorité de surveillance qui est la commission fédérale des banques et des bourses. Un rachat d'actions étant considéré comme une OPA sur elle-même, toute société désireuse de racheter ses titres doit se plier aux règles sur les OPA édictées par la COPA. Jusqu'en 2000, toute société cherchant à racheter ses actions a donc dû passer devant la COPA qui tranchait au cas par cas comme pour une OPA classique. La COPA examinait les modalités de l'opération dans le but d'exonérer les opérations de rachat des dispositions spécifiques aux OPA. La procédure était donc lourde et trop longue pour des opérations qui, comme l'expérience l'a rapidement montré, pouvaient être facilement standardisées. C'est pourquoi, dès septembre 2000, la COPA a décidé de simplifier les démarches d'exonération de la façon suivante. D'une part, elle décrète une exonération complète des dispositions de la LBVM sur les OPA pour tous les rachats portant sur moins de 2 % du capital social, et supprime au passage l'obligation

d'annoncer l'opération à la COPA. D'autre part, elle permet à l'entreprise rachetante de demander l'exonération à la COPA, moyennant un descriptif des conditions du rachat et une diffusion nationale du prospectus. Dans la mesure où les modalités de l'opération respectent les normes générales de la LBVM, l'entreprise obtient le feu vert dans les trois jours.

B. Conditions nécessaires à l'exonération de la COPA

D'une façon générale, et quelle que soit la méthode de rachat utilisée, la demande d'exonération est réputée acceptable d'office pour autant que : (i) l'opération porte sur 10 % au maximum du capital social, (ii) le rachat n'entraîne pas la décotation d'une catégorie de titre, (iii) l'opération porte simultanément sur toutes les catégories de titres existantes, (iv) l'entreprise s'engage à divulguer, à l'échéance de l'offre, le nombre de titres présentés au rachat et ce pour chaque catégorie.

Par ailleurs, aucune offre de rachat ne peut être lancée : (i) Moins de 10 jours de bourse avant la publication de résultat financiers ou bien (ii) si l'entreprise retarde l'annonce d'un fait susceptible d'influencer le cours ou bien (iii) si les derniers comptes consolidés publiés remontent à plus de 9 mois en arrière.

Des conditions spécifiques à la technique utilisée pour racheter ses titres doivent encore être respectées pour obtenir l'exonération. Ainsi si l'entreprise opte pour une offre ferme (ou *tender offer*) ou un rachat muni d'options puts, elle ne peut prétendre à l'exonération que si : (i) l'offre est inconditionnelle, (ii) un rapport "raisonnable" existe entre les prix offerts pour les différentes catégories d'actions, (iii) une attribution au pro rata est prévue si le nombre de titres présentés au rachat est supérieur à l'objectif visé.

Si l'entreprise choisit la technique du rachat sur une seconde ligne de cotation, elle obtiendra l'exonération pour autant qu'elle s'engage à interrompre ses rachats au cas où elle retarderait l'annonce d'une information pouvant agir sur le cours boursier, et ce conformément aux règles de la bourse concernée. Par ailleurs, elle doit aussi faire en sorte que : (i) Le volume quotidien traité sur la seconde ligne reste inférieur au volume quotidien moyen (calculé sur les 30 jours boursiers précédents) de la première ligne. (ii) Les prix offerts sur la seconde ligne de cotation n'excèdent pas de plus de 5 % ceux qui se pratiquent sur la première ligne. (iii) A l'ouverture et à la clôture du négoce sur la première ligne, la seconde reste fermée.

II. Le cadre fiscal

Comme dans la plupart des pays qui ont autorisé les rachats, la fiscalité joue un rôle critique. En effet, le succès (ou non) des programmes de rachat d'actions dépend du traitement fiscal de l'opération et en particulier de la façon dont les actions vendues à l'entreprise sont taxées pour les actionnaires désireux de participer au programme. Cette section décrit la fiscalité helvétique en matière de rachat.

A. Principes généraux d'imposition

Avant de décrire la taxation en matière de rachat, il est nécessaire de décrire deux types d'imposition, celle des gains en capitaux et celle des dividendes. Pour les gains en capitaux, la loi distingue essentiellement deux catégories de personnes, les personnes privées qui gèrent leur fortune personnelle et les personnes qui achètent et vendent des actifs de façon professionnelle. Pour les investisseurs privés, il n'y a pas d'impôt sur les gains en capitaux alors que les investisseurs professionnels vont être taxés sur les plus-values qu'ils vont obtenir de leur placement. En Suisse, les dividendes sont considérés comme un revenu et sont imposés comme tels. Techniquement, les dividendes sont soumis à l'impôt anticipé, c'est-à-

dire que lors du paiement du dividende un impôt anticipé de 35% du montant est immédiatement payé aux autorités fiscales par la société qui verse les dividendes. L'investisseur ne reçoit ainsi que le 65% du dividende. A la fin de l'année, il peut obtenir le remboursement des 35% perçus de façon anticipée à condition qu'il déclare les dividendes perçus auprès de l'autorité fiscale.

B. Traitement fiscal des rachats d'action

Le traitement fiscal des rachats d'actions dépend du but poursuivi par le rachat. Ainsi, la loi distingue deux objectifs possibles pour l'entreprise, soit elle détruit les actions rachetées et réduit son capital-action, soit elle conserve les actions rachetées dans le but de les revendre ultérieurement.

Fiscalement, la destruction des actions est considérée comme une liquidation partielle de l'entreprise et la différence entre le prix de rachat et la valeur nominale de l'action est considérée comme un dividende de liquidation¹. Dès lors, comme il s'agit d'un dividende, l'entreprise doit verser 35% de la différence entre le prix de rachat et la valeur nominale de l'action directement aux autorités fiscales. Elle doit donc avertir les vendeurs qu'ils n'encaisseront que le 65 % et prouver à l'Administration fiscale que les vendeurs ont correctement payé cet impôt anticipé, ce qui, comme on le verra ultérieurement, aura des conséquences sur les méthodes de rachat utilisées. Si l'entreprise ne peut pas identifier la contre-partie, elle doit quand même payer l'impôt anticipé aux autorités. Ceci majorera d'autant le prix du rachat puisqu'elle ne pourra pas récupérer cet impôt.

¹ On parle aussi de pseudo-dividende dans ce cas.

Si l'entreprise garde ses titres pour les revendre ultérieurement, le rachat est considéré comme une simple vente et le vendeur (s'il s'agit d'une personne privée) n'est pas imposé puisqu'il n'y a pas d'impôts sur les gains en capitaux en Suisse. Toutefois, l'entreprise ne peut garder ses titres au-delà d'un délai maximum de 6 ans. Si l'entreprise dépasse ce délai, le rachat est considéré comme un dividende de liquidation et l'entreprise doit l'impôt anticipé ce qui constituera un coût supplémentaire considérable pour elle, puisqu'elle ne peut répercuter cette charge sur les vendeurs d'actions.

III. Techniques et activité de rachats

Depuis 1992, différentes méthodes ont été utilisées par les entreprises suisses pour le rachat de leurs propres actions. La plupart des pratiques sont étroitement liées au cadre légal et fiscal décrit plus haut. Ainsi, quatre méthodes ont été utilisées pour les rachats d'actions : les rachats sur le marché (*open market*), les rachats par offre ferme (*tender offer*), les rachats par distribution d'option *put* et les rachats sur une deuxième ligne de cotation.

A. Rachats sur le marché

Les rachats sur le marché sont la technique la plus utilisée au monde puisque plus de 90% de tous les rachats sont effectués selon cette méthode (Vermaelen, 2005). Cette technique est simple puisque les entreprises achètent leurs propres titres à la bourse comme n'importe quel autre investisseur. L'entreprise définit un laps de temps, généralement d'une durée d'une année pendant laquelle elle peut intervenir pour racheter ses titres sur le marché. Dans le contexte helvétique, l'entreprise n'utilisera cette technique que si elle rachète ses titres dans le but de les conserver momentanément et pour moins de 6 ans. Avec ce type de rachat en effet, la société ne sachant pas à qui elle achète ses propres titres, et le vendeur ne sachant pas plus à qui il vend ses actions, le prélèvement de l'impôt anticipé est impossible. Dans de telles conditions,

et si l'entreprise vise à réduire son capital-actions, il est donc exclu qu'elle recoure à des rachats sur l'*open market* sous peine d'encourir des sanctions draconiennes de la part de l'autorité fiscale.

B. Rachats par offre ferme

Dans un rachat par offre ferme, l'entreprise fixe d'abord le nombre de titres qu'elle veut racheter puis elle fait une offre publique ferme de rachat à l'ensemble de ses actionnaires en stipulant clairement le prix unique qu'elle est d'accord de payer et la durée pendant laquelle l'offre court. En général, cette durée est plutôt brève et ne dépasse jamais quelques semaines (deux à quatre le plus souvent). Au cas où le nombre d'actions présentées au rachat serait supérieur à celui que l'entreprise se proposait de racheter, les conditions générales de l'opération doivent prévoir l'une ou l'autre des solutions suivantes : soit l'entreprise élargit son offre et achète tous les titres présentés, soit l'entreprise honore chaque offre au pro rata des titres soumis. En ce qui concerne le prix de rachat proposé, il doit de toute évidence être supérieur au cours du jour pour assurer le succès de l'opération. Il faut noter que toute offre ferme de rachat est source de dilution (et donc de perte en capital) pour les actionnaires "restants", c'est-à-dire ceux qui, pour divers motifs, ne veulent pas ou ne peuvent pas accepter la proposition de l'entreprise. En revanche, les actionnaires "sortants" – autrement dit ceux qui vendent leurs actions à l'entreprise – font un gain qui, en termes agrégés, est strictement égal à la perte subie par les actionnaires "restants". De ce point de vue, la procédure de l'offre ferme ne garantit pas le principe de l'égalité de traitement entre actionnaires.

C. Rachat par distribution d'option put

Cette inégalité de traitement entre actionnaires a donné lieu à l'utilisation d'une nouvelle technique qui garde les mêmes caractéristiques que le rachat par offre ferme mais donne la

possibilité aux actionnaires restants d'être compensés pour la dilution subie. Cette technique consiste à distribuer des options de vente (options *put*) à tous les actionnaires de l'entreprise. Ces *puts* sont *in-the-money*, à savoir que le prix d'exercice est supérieur au prix du titre sur le marché. La différence entre le prix d'exercice et le prix observé sur le marché est assimilable à la prime d'une offre ferme. Si l'entreprise souhaite racheter une fraction α de son capital alors, comme chaque actionnaire reçoit généralement une option pour une action détenue, il doit avoir $1/\alpha$ actions pour pouvoir vendre une action au prix d'exercice à l'entreprise. Si l'actionnaire peut et souhaite exercer cette option, alors il vend à l'entreprise ses actions, mais proportionnellement au nombre de titres qu'il détient. Si, au contraire, il ne peut pas ou ne veut pas participer à l'opération de rachat, il lui reste la solution de vendre ses options *put* à des opérateurs intéressés, ce qui est rendu possible par le fait que ces options sont cotées en bourse. En procédant ainsi, il se couvre complètement des effets de la dilution. La clause *put* est donc une solution très élégante et efficace permettant de résoudre le problème de l'égalité de traitement entre actionnaires. Bien que cette opération soit le parfait symétrique d'une opération très connue, à savoir l'augmentation de capital par distribution de droits préférentiels de souscription, elle a fait l'objet d'une certaine incompréhension des autorités fiscales à son sujet. En effet, ces dernières ont tenté d'imposer l'octroi de l'option *put* aux investisseurs. Une longue bataille juridique s'en est suivie et n'a été résolue qu'en 1997 devant le Tribunal Fédéral qui a donné tort aux autorités fiscales.

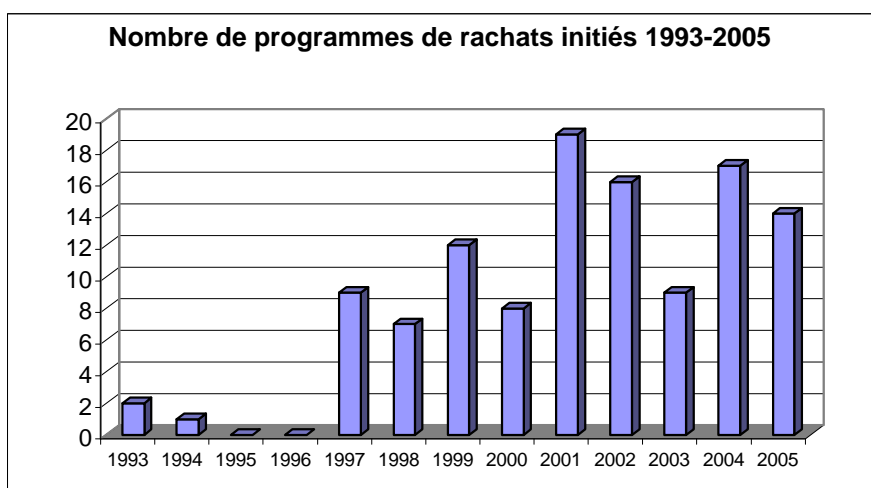
D. Rachat sur une deuxième ligne de cotation

Les rachats par offre ferme ou distribution d'options *put* concernent des rachats relativement rapides et dans lesquels l'entreprise est obligée d'offrir une prime afin d'assurer le succès de l'opération. Ces deux techniques ne présentent pas la flexibilité d'un rachat sur le marché où l'entreprise peut intervenir quand bon lui semble, voire même arrêter un rachat en cours de

route. Si l'entreprise désire réduire son capital-action, un rachat sur le marché est très coûteux puisque l'entreprise doit payer l'impôt anticipé qu'elle ne pourra pas récupérer. Pour surmonter cette difficulté, les entreprises ont imaginé un système ingénieux qui garde la flexibilité d'un rachat sur le marché mais permet l'identification du vendeur. Ainsi, les entreprises ont demandé à la Bourse d'ouvrir une seconde ligne de cotation, sur laquelle n'intervient qu'un seul acheteur : l'entreprise rachetante (ou son mandataire). De plus, les actionnaires sont informés que s'ils vendent des actions sur cette seconde ligne, ils n'encaisseront qu'un montant net d'impôt anticipé, à charge pour l'entreprise de le virer à l'administration fiscale et à charge pour les actionnaires vendeurs de le récupérer selon les procédures usuelles. Du point de vue financier, cette solution se rapproche très étroitement d'une opération d'*open market* car, sur la seconde ligne, l'entreprise se porte acheteuse à un prix extrêmement voisin du cours du jour sur la première ligne. En terme de prix offert, le prix sur la deuxième peut être légèrement supérieur à celui offert, mais cette prime est plafonnée par la loi à 5%. Cette prime permet d'attirer les investisseurs qui auraient autrement vendu leurs titres sur la première ligne de transaction. Notons que cette prime est toutefois insuffisante pour compenser les investisseurs privés pour les impôts importants qu'ils doivent payer s'ils participent au rachat, comme le montrent Chung, Isakov et Pérignon (2005). Cette technique de rachat a connu dès le départ un succès qui ne s'est pas encore démenti, surtout auprès des très grandes entreprises. Il faut relever que le rachat sur une seconde ligne de transaction, tout comme une opération d'*open market*, respectent le principe d'égalité de traitement entre actionnaires. Notons en revanche, car c'est important, que l'information diffusée lors du lancement d'une opération de rachat sur une seconde ligne de cotation est extrêmement claire quant au but recherché (la destruction des actions rachetées, et non pas leur détention pour compte propre), quant au montant approximativement visé et quant à la durée de l'opération (à savoir : jusqu'à la prochaine assemblée générale ordinaire qui sera appelée à modifier en conséquence le capital social).

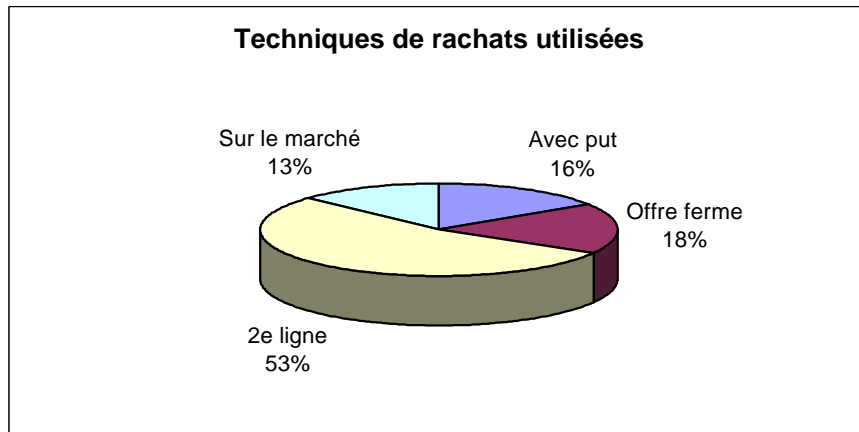
E. Activités de rachat

Depuis l'autorisation générale donnée par l'entrée en vigueur du nouveau CO en 1992, les rachats d'actions se sont multipliés sur le marché suisse comme le montre le graphique ci-dessous. On constate que, depuis 1997, où différents aménagements légaux et fiscaux ont été apportés aux lois initiales, les rachats d'actions ont atteint un rythme de croisière. En effet, entre 10 et 20 programmes de rachats sont initiés chaque année, ce qui constitue entre 5% et 10% des entreprises cotées sur le marché, car le marché suisse a à peu près plus de 200 titres cotés.



114 programmes de rachats ont été lancés entre 1993 et 2005. En termes de techniques utilisées, plus de la moitié des rachats ont été effectués sur une deuxième ligne de cotation. Les trois autres techniques sont utilisées selon une fréquence identique. Un regard sur l'évolution au cours du temps de l'utilisation des techniques révèle que les rachats avec *puts* ont presque complètement remplacé les rachats par offre ferme depuis 1998, date à laquelle l'ambiguïté sur la taxation des *puts* a été levée. Quant aux rachats sur le marché, contrairement à tous les autres marchés du monde, ils sont très peu utilisés et ceci du fait du contexte fiscal

particulier. Ainsi chaque année, on n'observe qu'un ou deux programmes qui utilisent cette technique.



Références

Chung D. Y., Isakov D. et C. Pérignon, 2005, Repurchasing shares on a second trading line,

FAME Research Paper no 162, (disponible sur ssrn.com).

Vermaelen, T., 2005, Share repurchases, *Foundations and Trends in Finance*, vol. 1 (3).

Thévenoz L., C. Bovet (éditeurs), 2000, *Journée 1999 de droit bancaire et financier*. Berne :

Stampfli Editions SA.