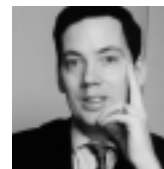


Chronique *financière* *et boursière*



HUBERT DE VAUPLANE
Direction des affaires juridiques
BNP Paribas
Président AEDBF



JEAN-JACQUES DAIGRE
Professeur de droit, **Paris I**

II Actualités réglementaire

Transmission des pactes au CMF (Art. L. 233-11 C. com.) – Convention prévoyant des conditions préférentielles de cession et d'acquisition – Instruments financiers à terme – Application – Discussion.

Décision CMF n° 201C1440 du 7 décembre 2001, Rallye; n° 202C1720 du 26 décembre 2002, Casino Guichard-Perrachon; n° 202C1745 du 30 décembre 2002, Société Générale; Cf. H. de Vauplane et J.-P. Bornet, « Droit des marchés financiers », Litec, 3^e éd., n° 771 et s.

L'obligation de transmettre les pactes d'actionnaires au CMF s'applique-t-elle aux produits dérivés? L'article L. 233-11 du Code de commerce impose la transmission de « toute clause d'une convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions », caractéristiques auxquelles semblent bien répondre tant les contrats à terme que les contrats d'échange et les contrats d'options quand ils ont des actions pour sous-jacents (par exemple, dans des opérations d'« *Equity swaps* ») ¹. Pourtant, on peut avoir le sentiment que l'obligation de transmission ne leur est pas adaptée. Comment résoudre la difficulté?

1. Du côté de l'obligation de transmission, plusieurs aspects soulèvent question. Le premier relève de sa finalité : l'obligation de transmission des pactes est destinée à

révéler les éventuelles actions de concert, ce que démontre son origine², même si le domaine n'en est pas exactement le même. Tel n'est pas l'objet d'un contrat financier à terme ou d'un contrat d'option, qui est utilisé habituellement, soit à titre de couverture, soit à titre spéculatif, soit dans un dessein d'arbitrage³. Cependant, ces motivations ne sont pas exclusives, car les produits dérivés sont des instruments juridiques neutres en eux-mêmes, qui peuvent être utilisés à toute fin. Aussi, n'est-il pas inconcevable qu'un contrat à terme ferme ou un contrat d'option ou un swap, conclu en pleine conformité avec les règles de l'entreprise de marché ou d'une convention-cadre⁴, puisse organiser ou favoriser une action de concert. Il faut également avoir égard au fait que, habituellement, celui qui s'y engage ne possède pas les titres, car le marché à terme est en général un marché à découvert⁵, mais il ne s'agit-là que d'un constat, non d'une caractéristique des produits dérivés, les cocontractants pouvant détenir les titres au moment de la conclusion de l'opération, rien ne pouvant par hypothèse le leur interdire.

Un second aspect doit être évoqué, qui relève cette fois du domaine de l'obligation de transmission : seules y sont soumises les conventions comportant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions. Mais qu'est-ce qu'une condition préférentielle? C'est *a priori* celle qui confère un avantage particulier, matériel (le prix) ou personnel (un droit) à une ou des personnes déterminées. Sont ainsi particulièrement visées les clauses de préemption ou pactes de préférence, les promesses de vente ou d'acquisition et les engagements d'apport de titres⁶.

1 Pour une discussion sur l'application des dispositions de l'article L. 233-7 C. com aux cas des « *equity swaps* » cf. la présente chronique *Banque & droit*, mars. — avril 2002, n° 82 (cas Cap Gemini).

2 P. Bézard, « Connaissance de l'actionariat », in *La stabilité du pouvoir et du capital dans les sociétés par actions* : RJC, numéro spécial, novembre 1990, p. 39. Th. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, Economica, n° 694, p. 554. Th. Bonneau et L. Faugérolas, Les offres publiques, EFE, n° 89, p. 59. Ch. Goyet, « Action de concert », in *Dictionnaire Joly Bourse et produits financiers*, n° 37, p. 14. A. Viandier, OPA, OPE et autres offres publiques, Lefevbre, n° 1534 et 1535, p. 264. H. de Vauplane et J.P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3^e éd., n° 772, p. 697.

3 I. Riassetto, « Contrats à terme fermes et options », in *Dictionnaire Joly*

Bourse et produits financiers, n° 124 et s.

4 Plus sûrement avec une convention-cadre car il s'agira plutôt d'un contrat de gré à gré.

5 P. Didier, *Droit commercial*, t.3, PUF, 1999, p. 264.

6 P. Bézard, op. et loc. cit. Th. Bonneau et L. Faugérolas, op. et loc. cit. H. de Vauplane et J.P. Bornet, op. et loc. cit. Sur la notion de « conditions préférentielles, les débats parlementaires de la loi NRE ne sont pas d'un grand secours. Voici ce qu'en dit le sénateur Marini, » De quoi s'agit-il? Il s'agit de pactes ou d'accords d'actionnaires comportant des clauses préférentielles d'acquisition. Cette notion juridique est très bien cernée; il n'y a aucune ambiguïté à ce sujet. Il s'agit donc de prévoir que de telles clauses sont bien portées à la connaissance du marché, et ce sans délai » (Sénat, séance du 11 octobre 2000).

Aussi, s'agissant des contrats proposés sur les marchés réglementés, comme le Monep en France, l'analyse est-elle assez simple car leurs caractéristiques principales sont d'être standardisés et offerts à tous; à l'évidence, aucune condition préférentielle n'est accordée à une ou des personnes déterminées. Mais qu'en est-il du plus grand nombre, les contrats de gré à gré? Indiscutablement, les contrats à terme fermes et les swaps offrent des conditions propres à une contrepartie déterminée; de même, les options réservent une faculté d'acheter ou de vendre à un bénéficiaire déterminé. Parce que ce sont des contrats sur mesure, ils comportent des conditions particulières, mais peut-on pour autant les dire préférentielles à partir du moment où les conditions techniques et juridiques du produit dérivé sont déterminées en fonction des besoins du bénéficiaire et des possibilités de la contrepartie, et ses conditions financières principalement en fonction de l'état du marché?

2. Pour répondre complètement, il faut avoir égard à la nature des contrats financiers à terme. Ainsi qu'il a été remarquablement démontré, ces contrats ont pour particularité de rompre le lien avec la chose qui forme l'objet des obligations qu'ils engendrent⁷. Même portant sur des actifs réels, comme c'est le cas pour des actions, les contrats à terme sont en principe des contrats réglés par différence, ce qui en fait des contrats d'un type particulier, que l'on peut qualifier de «contrats financiers» pour les distinguer des contrats classiques, selon l'expression retenue par la loi elle-même (art. L. 211-1-II-1 c. mon. et fin). Mais nombre de contrats à terme permettent un dénouement alternatif, par règlement de la différence ou par livraison des titres, au choix de la partie qui s'oblige. Cette faculté ruine-t-elle leur particularisme? Sans doute pas si l'on veut bien avoir égard un instant et par différence à la nature du principal des contrats classiques proches, le contrat de vente. Celui-ci ne peut recevoir cette qualification que s'il impose une livraison des biens et ne laisse aucune autre option. Par conséquent, on peut admettre que la faculté de se libérer par paiement d'une différence, même si la possibilité d'une livraison demeure, est caractéristique d'un contrat financier⁸, ce que semble admettre le Conseil des marchés financiers⁹ et le projet de révision de la Directive sur les services d'investissement¹⁰ (sur ces

points, cf. ci-dessus «Instruments Financiers à terme sur marchandises/Révision DSI/Projet LSF»). Cependant, l'intention des parties peut colorer l'instrument et le faire servir à autre chose qu'une opération spéculative ou de couverture¹¹. Mais peut-on et doit-on en tenir compte, ce qui supposerait d'entrer dans une casuistique subjective à l'issue chaque fois incertaine et pourrait ruiner la sécurité juridique? Il n'en reste pas moins que la présente analyse reste superficielle et nécessiterait d'être approfondie, en vérifiant la question pour chaque type d'instrument, en particulier pour les swaps, qui semblent être les plus directement au cœur du problème. ■

7 F. Drummond, « Le contrat comme instrument financier », in *Mélanges Terré*, Dalloz, PUF, Juris-classeur, p. 661 et s., spéc. p. 664 et s.

8 K. Medjaoui, *Les marchés à terme dérivés et organisés d'instruments financiers*, Bib. de droit privé, t.262, LGDJ, n° 1070 et s., p. 355 et s. I. Riassetto, « Contrats à terme fermes et options », in *Dictionnaire Joly Bourse et produits financiers*, n° 62 et s., p. 26 et s.

9 Même si le CMF vise les contrats sur marchandises, son raisonnement est transposable aux contrats sur instruments financiers: *Bull. CMF*, n° 54, décembre 2002-janvier 2003, p. 93.

10 Projet de révision de la Directive sur les services d'investissement, Considérant 4.

11 Pour sa part, le Comité juridique de l'AFEI a estimé, pour le cas des options de gré à gré, que lorsque celles-ci se dénouent exclusivement par le règlement d'une différence, elles ne pouvaient être constitutives de conditions préférentielles de cession ou d'acquisition au sens de l'article L. 233-11 C. mon. et fin. C'est donc le seul critère du mode de dénouement de l'instrument financier à terme qui permet d'écarter l'article L. 233-11.