Obligation de concentration et produits dérivés

Alban Caillemer du Ferrage
Avocat à la Cour
Gide Loyrette Nouel

Philippe Goutay
Docteur en droit
Avocat à la Cour
Gide Loyrette Nouel

Cet article est la troisième partie d'une étude récente consacrée à l'analyse des principales difficultés soulevées par l'utilisation de produits dérivés dans le cadre des programmes de rachat d'actions. Cette dernière partie cherche à approfondir un aspect fondamental d'une question que nous avions simplement effleurée dans notre précédente parution : l'Article 45 de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 s'applique-t-il au dénouement par livraison physique des instruments financiers à terme sur sous-jacent coté ? Une interprétation possible de la position de la Commission des opérations de bourse conduit à y répondre par la positive. L'étude des éléments- clés du domaine d'application de l'Article 45 nous amène cependant à la conclusion que, tant sur le plan des principes que pour des raisons pratiques, l'obligation de concentration ne devrait pas être appliquée à ces produits dérivés.

** Banque & Droit n° 67, septembre-octobre 1999.*

1. Nous concluions un précédent article consacré à l'utilisation des produits dérivés dans le cadre des programmes de rachat d'actions (1), en indiquant que le dernier élément soulevé par la Cob dans ses observations dépassait largement le seul contexte des rachats d'actions. Il s'agissait en effet de la question délicate du dénouement des instruments financiers à terme par livraison physique de leur sous-jacent lorsque celui-ci est admis aux négociations sur un marché réglementé, au regard de l'obligation de concentration posée par l'article 45 de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 (2). Nous remarquions qu'en imposant que les options de vente vendues de gré à gré par la société sur ses propres titres (3) soient dénouées par livraison physique, et en qualifiant la convention passée entre la société et sa contrepartie de «convention complexe», la Cob relançait un débat doctrinal lourd de conséquences pratiques et qui paraissait avoir été clos en 1996. Il n'est sans doute pas inutile à ce stade de formaliser en termes plus généraux cette problématique.

2. Tous les instruments financiers à terme (c'est-à-dire schématiquement les contrats d'échange, les contrats à terme et les options) ont pour propriété d'avoir une valeur induite par, ou «dérivant» (d'où l'expression de «produits dérivés»), de la valeur d'un autre actif, instrument, paramètre de marché, etc. Cette référence, notamment sur le marché des produits optionnels (4), est appelée «sous-jacent». Il existe à leur maturité deux modalités alternatives de dénouement de ces instruments : (i) la livraison «physique» du sous-jacent contre paiement du prix d'exercice («*physical settlement*») ; ou (ii) le paiement en espèces d'un différentiel égal à la différence (positive pour une option d'achat ou négative pour une option de vente) entre le cours du sous-jacent le jour de l'exercice de l'option et le prix d'exercice convenu lors de sa conclusion («*cash settlement*»).

3. L'essence même d'une option, lorsqu'elle est dénouée par livraison physique, est donc de permettre, lors de son exercice, la livraison (par le vendeur pour une option d'achat ou l'acheteur pour une option de vente) de ce sous-jacent à un cours par hypothèse différent (plus bas pour une option d'achat ou plus haut pour un une option de vente) de sa valeur de marché (c'est-à-dire de son cours de bourse, s'il est coté) le jour du dénouement. Lorsque cet actif n'est pas admis aux négociations sur un marché réglementé, cette livraison ne pose pas de difficulté particulière, aucune réglementation n'imposant de limite à la liberté contractuelle des parties de déterminer librement le prix de cet actif. A l'inverse, lorsqu'il est admis aux négociations sur un marché réglementé, il est permis de se demander si cette livraison rentre ou non en contradiction avec la réglementation boursière et notamment les dispositions de l'article 45 de la loi MAF. Cet article impose en effet à toute transaction sur instrument financier admis aux négociations sur un marché réglementé (ci-après «coté») d'être conclue sur ce marché, c'est-à-dire de se conformer aux conditions du marché, notamment aux conditions de volume et de prix dégagés de la cotation (obligation dite de «concentration»). La sanction de cette obligation est la nullité de l'opération.

4. Est-il, dès lors, concevable de livrer un titre coté à un autre cours que celui prévalant sur le marché le jour de l'exercice ou de la livraison ? En d'autres termes, la livraison d'actifs cotés consécutivement à la levée d'une option et faite au prix d'exercice stipulé dans le contrat relatif à cette option est-elle légale ou bien s'agit-il d'une transaction sur les titres n'échappant pas aux exigences de l'obligation de concentration et devant impérativement être effectuée à un cours compris dans une fourchette de prix constatés sur ce marché ? En relevant que c'est l'essence de ces produits que de permettre la livraison d'un sous-jacent coté à un prix différent de ce cours de marché, nous avons souligné la radicalité de la question : appliquer l'obligation de concentration à ces instruments revient à les priver (et avec eux tout le cortège des instruments financiers et titres permettant de parvenir à des résultats économiquement semblables, tels que les warrants, options cotées, BRAs, etc.) nécessairement d'existence (5).

5. La Cob, dans le contexte particulier des opérations sur lesquelles elle était invitée à faire part de ses observations, a estimé que cette livraison des titres était une composante d'une convention complexe et bénéficiait, de ce fait, de l'exemption prévue à l'alinéa 2 de l'article 45 de la loi MAF. Elle relève en effet dans ses observations que les montages qui lui ont été soumis prévoient, non seulement les conditions dans lesquelles la société rachètera ses actions acquises par le prestataire de services d'investissement si celui-ci exerce son droit, mais également celles auxquelles le prestataire de services d'investissement acquérra et cédera ses titres à raison des exigences de couverture de l'option, sur le marché ou par bloc, pour être en mesure de les livrer à l'émetteur si les conditions d'exercice sont plus favorables pour lui que celles du marché. Le contrat qui lie l'émetteur et le prestataire de services d'investissement comprend ainsi : (i) une promesse unilatérale de rachat de ses titres par la société ; (ii) les modalités de gestion de la couverture de l'option par le prestataire de services d'investissement, eu égard au cours le jour de la vente de l'option et de son prix d'exercice, conformément aux pratiques professionnelles, par l'achat et la vente d'actions de la société ou d'options de couverture de variations de cours, et donc d'interventions sur les titres du vendeur de l'option ; et (iii) les conditions du dénouement final éventuel de l'option par le rachat des actions par la société si le prestataire de services d'investissement décidait d'exercer l'option qui lui a été consentie. La Cob en a déduit que la cession des titres se trouvait alors incluse dans «*une convention autre qu'une vente pure et simple*» dont elle était un «*élément nécessaire*», c'est-à-dire une convention complexe.

6. Cette appréciation ouvre une controverse qui ne se limite pas aux seules sphères doctrinales et comporte des implications pratiques très importantes. On est tenté, en effet, de déduire de la position de la Cob que, sauf à être conclue dans le cadre d'un programme de rachat d'actions ou à présenter des éléments de complexité analogues aux opérations ainsi décrites dans ses observations, une option d'achat ou de vente sur actif coté (i) tomberait par principe dans le champ d'application de l'article 45 de la loi MAF et (ii) ne revêterait aucune des caractéristiques lui permettant de s'exonérer de l'obligation de concentration (c'est-à-dire, nous l'avons vu, d'exister légalement...). Sur ces deux questions, une telle interprétation des observations de la Cob nous semble juridiquement inexacte, contraire aux pratiques existantes (notamment de la Cob) sur les marchés et insatisfaisante en opportunité. Après avoir rappelé quelques uns des éléments clés de la détermination du champ d'application de cette obligation (**1**), l'analyse critique de l'applicabilité de cette obligation au dénouement par livraison physique d'un instrument financier négocié sur un marché réglementé nous conduira à apporter une réponse négative à ces deux questions (**2**).

I Quelques éléments clés du champ d'application de l'obligation de concentration

7. A cet instant de notre propos, deux démarches s'offrent à nous. Nous pourrions reprendre chacun des éléments constitutifs de l'obligation de concentration pour les interpréter successivement, en espérant arriver à une solution cohérente. Un tel résultat présente une certaine objectivité mais recèle une part d'aléa, si ces analyses successives ne sont pas guidées par une ligne directrice. Nous pourrions, d'autre part, partir d'un postulat, d'une idée directrice, et la mettre en perspective au regard des éléments clés de la règle. Suivant en cela le législateur, qui part d'un souci et qui rédige une loi en conséquence, l'interprétation du texte partirait de la connaissance de sa *ratio*. Le lecteur devinera que cette démarche a notre préférence. La circonscription exhaustive et détaillée du périmètre de l'article 45 de la loi MAF dépasse le cadre de cette étude, aussi rechercherons-nous seulement à travers l'examen de certains de ses éléments clés et l'approfondissement d'une doctrine encore peu abondante, l'essence de l'obligation de concentration avant d'apprécier sa traduction en droit français, tant au regard de son principe que des exceptions qui y ont été apportées.

1. L'essence de l'obligation de concentration

8. «**Un monopole dilué est-il encore un monopole ?**» Antérieurement à la transposition en droit français de la Directive européenne sur les services d'investissement (6), le droit français reconnaissait aux agents de change puis aux sociétés de bourse un monopole. Ce monopole se justifiait principalement par deux considérations animées d'un même souci, la protection des investisseurs. Il s'agissait, tout d'abord, de les protéger en les obligeant à négocier par l'intermédiaire de personnes dont le statut était réglementé (il s'agissait des sociétés de bourse, il s'agit aujourd'hui des entreprises d'investissement agréées pour agir comme négociateur pour compte de tiers et membres d'un marché réglementé) et ensuite, de garantir à ces investisseurs les meilleures conditions de conclusion de leurs transactions, en les rendant (sous réserve de certaines exceptions) égales pour tous (7). La mise en œuvre de la Directive en droit français a été l'occasion d'opérer, en termes d'obligation, une distinction nouvelle entre ces deux éléments qui a amené une partie de la doctrine à s'interroger sur la persistance d'un monopole (8).

9. L'obligation d'intermédiation. L'intervention d'intermédiaires spécialisés dans le cadre de négociations portant sur des titres cotés est traditionnellement en Europe assurée par un corps de professionnels réglementé. En ce sens, l'obligation d'intermédiation affirmée par la Directive n'a pas fait l'objet de débats particuliers quant à son principe. Elle a été reprise à l'article 43 de la loi MAF qui prévoit que les négociations et cessions réalisées sur le territoire français et portant sur des instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé ne peuvent être effectuées, à peine de nullité, que par un prestataire de services d'investissement, ou, lorsqu'elles sont effectuées sur un marché réglementé, par tout membre de ce marché.

10. L'obligation de concentration. En revanche, l'obligation de concentration n'était pas appliquée uniformément sur l'ensemble des marchés européens. Celle-ci tend essentiellement à appliquer à une négociation un prix déterminé par le marché, c'est-à-dire pour une négociation portant sur un titre coté en continu, un prix compris entre la meilleure offre et la meilleure demande (sous réserve de certaines exceptions). Un tel mode de fixation s'accommode d'une organisation de marché de type latin (dirigée par les ordres), à l'opposé des marchés anglo-saxons, dirigés par les prix (9). Dans ce dernier cas, les prix sont librement négociés entre les parties. Au regard de cette dualité de mode d'organisation, une solution médiane a

été retenue par les auteurs de la Directive. Ces derniers ont affirmé le principe selon lequel les Etats membres peuvent exiger que les transactions répondant à certains critères soient obligatoirement conclues sur un marché réglementé. Cependant, les Etats membres ayant adopté cette règle devaient dans le même temps y apporter une exception «*compte tenu des besoins différents des investisseurs en matière de protection et notamment de la capacité des investisseurs professionnels et institutionnels à agir au mieux de leurs intérêts*» (10).

11. Comme il transparaît des termes mêmes de la Directive, l'obligation de concentration est donc principalement justifiée par un souci de protection des investisseurs. Ces derniers doivent cependant être autorisés, s'ils sont jugés aptes à se dispenser de ces règles protectrices, à conclure des transactions à des cours autres que ceux du marché central. Reposant sur un marché boursier réglementé et transparent, le législateur français a mis en œuvre cette faculté de concentration. Les travaux parlementaires révèlent que «*le Gouvernement a bien évidemment décidé d'opter pour le principe de concentration, qui répond à la structure de nos marchés financiers caractérisés, si l'on excepte le marché des titres de créances négociables, par leur organisation, leur avance technologique et notamment informatique, ainsi que par leur large transparence*» (11). Analysons maintenant de quelle manière cette transposition en France a été opérée.

2. Les éléments clés de l'obligation de concentration

12. L'obligation de concentration a été posée au premier alinéa de l'article 45 de la loi MAF en ces termes : «*les transactions sur un instrument financier admis aux négociations sur un marché réglementé, réalisées au profit d'un investisseur résidant habituellement en France ou établi en France, par un prestataire de services d'investissement agréé ou exerçant en France par voie de libre prestation de service ou de libre établissement, sont nulles si elles ne sont pas effectuées sur un marché réglementé d'un Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen*». On peut dégager de cette définition cinq éléments principaux. L'obligation de concentration porte sur (i) des «transactions», (ii) effectuées sur instruments financiers cotés, (iii) au profit d'un investisseur, (iv) résidant ou établi en France, (v) par un prestataire de services d'investissement.

13. Les transactions… Le terme de «transactions» ne fait l'objet d'aucune définition dans la loi MAF. Etonnement, alors que le législateur a évoqué les notions de négociation et de cession à l'article 43, relatif à l'obligation d'intermédiation, il n'a pas repris ces termes deux articles plus loin (12). L'article 43 de la loi MAF impose à toute personne souhaitant procéder à une «négociation» ou une «cession» en France d'instruments financiers cotés, de passer son ordre, à peine de nullité, auprès d'un prestataire de services d'investissement ou un membre du marché sur lequel ces instruments sont cotés. Les travaux parlementaires ne sont pas éclairant sur le choix de cette terminologie. On soulignera seulement qu'il s'agit du terme emprunté à la Directive relativement à l'obligation de concentration. Toutefois, la question voit son intérêt se déplacer dès lors que, ainsi qu'on le verra ultérieurement, l'obligation de concentration implique nécessairement l'application de l'obligation d'intermédiation, qui s'attache uniquement aux négociations et aux cessions.

14. Ces deux termes de négociation et de cession sont hérités des évolutions historiques de l'ancien monopole des agents de change, puis des sociétés de bourse, sur les ruines duquel les obligations d'intermédiation et de concentration ont été instaurées. Jusqu'en 1988, l'article 76 du Code de commerce organisait le monopole des agents de change sur les «négociations» d'effets publics ou autre. En ce qui concerne les «cessions», jusqu'à la loi n° 64-1278 du 23 décembre 1964, elles pouvaient se faire sans l'entremise d'un agent de change. La loi n° 88-70 du 22 janvier 1988 avait consacré cette différence en indiquant dans son article 1er que le monopole s'appliquait aux négociations et aux cessions directes et indirectes. Ces deux concepts doivent donc être analysés l'un par rapport à l'autre. Les commentateurs proposent ainsi fréquemment d'interpréter le terme de négociation dans le sens restrictif de transfert de propriété «intermédié», puisqu'il est nuancé par le terme de cession qui vise le transfert de propriété directe entre deux personnes (13). La négociation est d'ailleurs définie par la Cour de cassation comme «la mise en rapport d'un acheteur et d'un vendeur» (14). On la définit aussi comme l'opération consistant pour un intermédiaire à exécuter un ordre sur un marché en rapprochant une offre et une demande (15). En d'autres termes, la négociation est une vente effectuée par le truchement d'un intermédiaire, par opposition à la cession qui vise les transferts à titre onéreux effectués directement entre deux personnes qui se connaissent. On s'est interrogé sur le sens des termes «cessions indirectes» utilisés par la loi de 1988. Ils ne figuraient pas dans le projet initial de la loi et y furent insérés par un amendement de la commission paritaire. On a tenté d'y voir les transferts de propriété de titres de sociétés *holding*s détenant des titres de société cotées. Néanmoins, de l'aveu même du ministère de la justice (16), on n'attribuait pas à ces termes un contenu juridique précis.

15. On peut cependant tenir pour acquis que la cession, comme la négociation ayant pour objet des instruments financiers se ramène à une vente, c'est-à-dire à une convention par laquelle une personne accepte de céder la propriété d'un bien, et de le livrer, en contrepartie du versement par une autre personne d'un prix (17).

16. … sur instrument financier admis aux négociations sur un marché réglementé… L'ancien article 76 du Code de commerce disposait que «*les agents de change, [...] ont seuls le droit de faire les négociations des effets publics et autres susceptibles d'êtres cotés, de faire pour le compte d'autrui les négociations de lettres de change ou billets, et de tous papiers commerciables et d'en constater le cours*». Le monopole avait alors pour assiette les négociations d'effets publics et autres susceptibles d'être cotés. La loi de 1988 a réduit le champ d'application du monopole en ne visant que les «*valeurs admises aux négociations par le Conseil des bourses de valeurs*», c'est-à-dire les seuls titres cotés. L'article 45 de la loi MAF, n'a pas profondément modifié ce dernier état du droit en faisant référence aux «*instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé*». Les marchés réglementés sont, en France ceux reconnus par arrêté du ministre chargé de l'économie et des finances (18), et leurs équivalents dans les états de l'Espace économique européen.

17. A contrario, les instruments financiers non cotés sont donc exclus du champ d'application des deux obligations. Pour l'obligation de concentration c'est une simple évidence. Pour l'obligation d'intermédiation, il faut considérer que, sous réserve de

l'application du monopole de l'article 21 (qui ne vise que les services rendus à titre habituel à des tiers), la loi n'impose pas la conclusion des opérations sur des instruments non cotés par l'intermédiaire d'un prestataire de services d'investissement.

18. … effectuées au profit d'un investisseur… Dès lors que la transaction est conclue pour le compte d'une personne autre que le prestataire de services d'investissement (peut importe que cette personne agisse en qualité de vendeur ou d'acheteur), celle-ci doit être conclue aux conditions du marché. A contrario, l'exécution d'un ordre pour compte propre est dispensée de l'observation de l'obligation de concentration (19). Cette dispense se comprend aisément si on la rapproche du souci de protection des investisseurs, principe efficient de l'obligation de concentration.

19. Cette notion d'exécution pour compte propre mérite une précision. L'exécution pour compte propre conduit à distinguer suivant que le prestataire répond à un ordre d'un client par une position en sens inverse, ou s'il entend acquérir ou vendre des instruments financiers en considération exclusivement de ses besoins propres. A l'instar d'une doctrine qui paraît unanime sur cette question, l'obligation de concentration s'applique aux opérations de contreparties uniquement lorsque celles-ci tendent à permettre à un investisseur de conclure une transaction (20).

20. … résidant ou établi en France… La loi ne vise que les ordres passés par des investisseurs résidant habituellement ou établis en France. A contrario l'ordre passé par des investisseurs ne résidant pas habituellement en France ou qui n'y sont pas établis (quand bien même ils seraient de nationalité française) n'entre donc pas dans le champ de l'obligation de concentration. Ainsi, les transactions sur instruments financiers cotés en France, réalisées pour des non-résidents ne sont pas visées par le monopole français et n'ont dès lors pas à respecter les conditions du marché – et notamment la condition de prix résultant de la cotation. Dans le cadre de programmes de rachat d'actions, par exemple, cette dérogation implicite à l'obligation de concentration ne pourrait être utilisée que par un émetteur étranger ayant émis des titres sur un marché réglementé français et désirant racheter ses actions émises en France ; l'hypothèse est donc plutôt restreinte.

21. Cette limitation peut s'expliquer par la rédaction volontairement restrictive en la matière de la Directive et par l'idée que la loi française n'a sans doute pas vocation à protéger les investisseurs qui ne présentent pas de lien suffisant de rattachement avec la France. On précisera toutefois que «*la concentration interdit à une entreprise d'investissement d'un Etat membre de proposer aux investisseurs d'un autre Etat membre d'effectuer pour leur compte, en dehors du marché réglementé de cet Etat, des opérations qui auraient dû être effectuées sur ce marché*» (21).

22. … par un prestataire de services d'investissement. Cette précision conduit à s'interroger sur les liens entre les obligations de concentration et d'intermédiation. Si nous avons précisé qu'elles répondaient à deux soucis, il semble cependant que l'une dérive de l'autre. En ce sens, l'obligation de concentration est d'autant plus facilement mise en œuvre qu'il existe une obligation d'intermédiation. Cette dérive n'est d'ailleurs pas seulement fonctionnelle, elle est aussi organique. Seuls les prestataires de services d'investissement peuvent être membres de marché et assurer le service d'investissement d'exécution d'ordres pour compte de tiers (22).

23. L'obligation de concentration pèse donc sur les seuls prestataires de services d'investissement chargés d'exécuter un ordre pour le compte d'autrui. Cette interprétation fait l'unanimité de la doctrine (23). Le sénateur Marini a ainsi souligné que «*les exceptions concernant l'obligation d'intermédiation emportent également, par hypothèse, exception à l'obligation de concentration, puisque celle-ci ne s'applique qu'aux transactions intermédiaires*» (24). En ce sens, la référence à l'intervention d'un prestataire de service d'investissement à l'article 45 de la loi MAF renvoie à la notion d'intermédiation évoquée à l'article 43 de la même loi. Pour sa part, le CMF a précisé que «*le passage à un marché réglementé ne s'applique qu'aux transactions légalement intermédiées*» (25). En d'autres termes, n'est concentré que ce qui est obligatoirement intermédié, c'est-à-dire ce qui est intermédié par application de l'article 43 de la loi MAF.

24. Au demeurant, cette «concentricité» se justifie. S'il fallait admettre le contraire, il faudrait accepter que certaines opérations soient intermédiées non par ordre de la loi, mais par choix des investisseurs ; à ces opérations discrétionnairement intermédiées, il faudrait nécessairement faire application de l'article 45. En d'autres termes, l'application de l'obligation de concentration serait laissée à la discrétion de l'investisseur, suivant qu'il souhaite ou non voir son opération «techniquement» intermédiée. Or cela va à l'encontre de la nature de l'obligation de concentration qui s'impose aux investisseurs pour rendre les conditions des transactions égales.

3. Les exceptions à l'obligation de concentration

25. Conformément à la Directive, le législateur a retenu deux hypothèses où le respect de l'obligation de concentration ne s'impose pas, quand bien même les conditions d'application du premier alinéa de l'article 45 seraient réunies. C'est l'objet du second alinéa de ce même article 45 qui envisage le cas des transactions sur blocs et des conventions complexes.

26. Précisons au préalable, qu'en toute logique avec nos conclusions précédentes (26), il convient d'ajouter à ces exceptions celles déjà prévues par la loi MAF à l'obligation d'intermédiation. Tout ce qui n'est pas légalement intermédié, soit par non-application du principe, soit par recours aux exceptions prévues à l'article 43-II de la loi MAF, n'est pas concentré (27).

27. Les transactions sur blocs. Ainsi qu'il l'a été vu précédemment, l'adoption de la Directive a fait l'objet d'un compromis entre les partisans de marchés centralisés dirigés par les ordres et les partisans de marchés plus libres dirigés par les prix : les Etats membres ont eu la faculté d'exiger la centralisation des ordres sur les marchés réglementés si, dans le même temps, ils permettaient à certains types d'opérations, eu égard aux besoins des investisseurs, de ne pas être conclues aux conditions du marché central. L'article 45 alinéa 2 dispose ainsi que les transactions peuvent être effectuées en dehors d'un marché réglementé si la demande en est faite par un investisseur résidant habituellement ou établi sur le territoire français et si

celles-ci remplissent les conditions définies par le règlement général du CMF concernant son volume, le statut de l'investisseur, la nature de l'instrument financier négocié et l'information du marché réglementé sur lequel cet instrument est admis.

28. Cette exception n'est pas véritablement éclairante quant à l'essence de l'obligation de concentration dans la mesure où elle ne se justifie pas par une disparition, dans cette hypothèse précise, du souci animant cette obligation – les investisseurs institutionnels souhaitent tout autant que les autres bénéficier d'un marché sûr et transparent – mais par une mise à l'écart du principe, qui a trouvé dans son application des limites résultant de l'approche médiane de la Directive. Cette exception résulte donc d'une décision d'opportunité et non d'une disparition de la *ratio legis* de l'obligation de concentration.

29. Les conventions complexes. Le législateur a par ailleurs écarté du champ d'application de l'obligation de concentration les transactions qui, incluses dans une convention autre qu'une vente pure et simple, en constituent un élément nécessaire.

30. La notion de convention complexe est aussi confuse que les opérations qu'elle vise et a jusqu'ici fait l'objet de peu d'études approfondies (28). Alors que la cession de blocs constitue une dérogation de fait que le CMF doit autoriser au cas par cas, la convention complexe constitue une «dérogation de plein droit» à l'article 45. Cette exception à l'obligation de concentration remonte à la loi du 23 décembre 1964 qui avait exclu du monopole des agents de change des opérations dites complexes, c'est-à-dire qui ne constituaient pas une vente pure et simple mais qui comprenaient nécessairement une cession de titres.

31. L'instruction fiscale BOED n° 9446 du 23 avril 1965 précisait que si une cession était stipulée dans une convention autre qu'une vente pure et simple mais paraissait pouvoir être détachée des dispositions principales de cette convention, et si, par conséquent, la cession était une disposition indépendante du reste de la convention, elle serait soumise au monopole des agents de change. En effet, si la vente ne constituait qu'un élément accessoire d'une autre convention, elle présenterait alors une certaine autonomie qui l'assimilerait aux opérations rentrant dans le champ du monopole à défaut, ce serait permettre le rattachement de toute cession à toute autre convention pour échapper au monopole. Il convient alors de rechercher si les parties considèrent l'inclusion de la cession dans la convention comme un élément essentiel ou non.

32. Nous pensons discerner ici l'essence même de l'exception que constituait l'opération complexe au regard du monopole des agents de change. Dès lors que la cession des titres s'intègre dans une convention, qui n'est pas une vente pure et simple, et qu'elle en constitue un élément nécessaire, elle constitue une convention complexe. En d'autres termes, si la cession ne présente pas une certaine assimilation avec les cessions ou négociations habituellement conclues sur le marché boursier, elle ne saurait alors être traitée comme telle et doit pouvoir bénéficier d'un régime autre, notamment en matière de prix : l'échange de titres contre une automobile n'est pas comparable à la vente de ces mêmes titres contre une somme d'argent, de même qu'une donation de titres repose sur une économie toute différente de celle d'une vente.

33. On relèvera à cet égard la décision de l'ancienne chambre syndicale des agents de change qui, en 1987 (30), a souligné que la cession de titres, sous la condition suspensive de l'autorisation préalable par la direction du Trésor de la prise de contrôle d'une société française par une société non résidente, n'était pas susceptible en elle-même de conférer à la cession le caractère d'une opération autre qu'une vente pure et simple. Si cette solution n'est pas parue pour certains satisfaisante (31), elle nous semble correspondre à l'esprit animant l'exception : l'autorisation donnée par le gouvernement français ne devait pas avoir d'incidence en termes de prix, l'opération se faisant ou pas. Serait complètement différent le cas d'une cession de titres accompagnée d'une clause de garantie de passif : le prix sera en partie déterminé au regard de la portée de la clause de garantie; une telle cession ne saurait alors être assimilée à une vente pure et simple.

34. Il en résulte que, selon notre analyse, est complexe toute opération comportant un transfert de propriété de titres et qui ne résulte pas d'une vente (cession ou négociation) pure et simple mais qui est nécessaire à l'opération, (sans quoi son rattachement présenterait une certaine artificialité).

35. En cela, nous nous écartons de l'analyse traditionnelle qui ramène la complexité de l'opération à la nécessaire existence d'une condition suspensive ou résolutoire. Ainsi, l'instruction fiscale précitée du 23 avril 1965 mentionnait, pour illustrer la notion d'opération complexe «*les apports en société, partages échanges de valeurs mobilières, avec ou sans soulte, ou pour les ventes soumises à une condition suspensive ou à une condition résolutoire*». Cette position a été reprise par l'ANSA, qui l'affine cependant en précisant qu'il doit s'agir d'une clause dont la réalisation ne dépend pas des parties, mais d'éléments extérieurs et aléatoires (32). La notion de «vente pure et simple» ne nous semble pas devoir être prise à la lettre mais renvoie plutôt à toute vente dont les conditions de conclusion en termes de prix sont identiques aux cessions ou négociations conclues sur le marché boursier. La présence d'une condition suspensive ou résolutoire n'entraîne pas nécessairement, à elle seule, la disqualification de vente pure et simple et sa requalification en opération complexe. En revanche, si l'opération ne présente pas de fongibilité avec les cessions ou négociations conclues sur un marché réglementé, qu'elle que soit la cause de cette différenciation, l'obligation de concentration n'a pas vocation à s'appliquer.

36. L'exception a été reconduite lors de l'adoption de la loi du 22 janvier 1988. Le rapporteur de la commission des lois du Sénat a ainsi illustré la convention complexe comme «*une cession de valeurs mobilières incluse dans un contexte compliqué qui peut comprendre la cession de droits industriels, de droits de licence ou des accords de licence importants*» (33).

37. La jurisprudence a été amenée parfois, mais trop rarement, à statuer sur la notion. Ainsi le tribunal de grande instance de Paris a-t-il décidé qu'il s'agissait d'un ensemble contractuel comportant diverses clauses, d'objet et de portée différents mais répondant toutes à une finalité commune (34). De même, la cour d'appel de Paris a jugé qu'une promesse de cession de titres subordonnée à leur remembrement préalable ne constituait pas une vente pure et simple (35).

38. La loi MAF est venue quelque peu modifier cette situation, notamment en distinguant au sein de l'ancien monopole des sociétés de bourse les obligations d'intermédiation et de concentration. Les opérations complexes fournissent l'exemple de la distinction entre ces deux obligations. Le rapport de M. Marini au Sénat révèle ainsi que «*il convient d'observer l'omission volontaire des opérations complexes dans la liste des cessions n'étant pas soumises à l'obligation d'intermédiation. Par ailleurs, il convient de noter que les opérations complexes figurent de plein droit au rang des opérations susceptibles d'échapper à l'obligation de concentration. La combinaison des deux dispositions aboutit à exonérer les opérations complexes de l'obligation de concentration mais à les soumettre à l'obligation d'intermédiation. Ce dispositif repose sur l'idée que les opérations complexes, parce que non-fongibles, doivent être sorties des marchés réglementés. Pour autant, il est important que le marché soit informé, plus du reste en termes de volumes qu'en termes de prix, de l'existence de ces opérations. Or le moyen le plus sûr d'acheminer ces informations vers les marchés est de les soumettre à l'obligation d'intermédiation*» (36).

39. Aux termes de l'article 32-12° de la loi MAF, il revient au CMF de déterminer «*les conditions de dérogation à l'obligation prévue à l'article 45*» de la loi MAF. Cette précision fait écho à ce même article 45 qui prévoit que le CMF définit les conditions des transactions qui, par leur volume, la nature des instruments financiers, le statut de l'investisseur et l'information du marché, échappent à l'obligation de concentration (en fait les transactions sur bloc). Il n'en reste pas moins ainsi que l'a souligné M. le rapporteur Jégou devant l'Assemblée nationale, que «*la compétence de réglementation du CMF à l'égard des marchés réglementés ne s'arrêtent pas à ces trois données* [les 10°, 11°, 12° de l'article 32], *mais s'étend également à l'ensemble de l'article 17 bis* [renvoyant aux règles déterminées par le CMF dans le cadre de l'article 32 de la loi MAF concernant spécifiquement les marchés réglementés]» (29). On peut dès lors regretter que le règlement général du CMF ne précise pas les critères de qualification de ces conventions qu'il ne qualifie même pas de complexes puisqu'il reprend seulement les termes de la loi en évoquant une «*transaction, incluse dans une convention autre qu'une vente pure et simple* [mais dont la vente...] *constitue un élément nécessaire*». Il serait souhaitable que le CMF se livre à un exercice de clarification de cette notion qui, nous semble-t-il, lui «appartient» et que d'autres pourraient avoir la tentation de s'approprier, mais sans offrir aux opérateurs la sécurité juridique qui s'attacherait nécessairement, compte tenu de son investiture légale, à une définition du CMF.

40. En résumé, l'obligation de concentration est une obligation triplement limitée (i) aux ventes d'instruments financiers cotés ; (ii) légalement intermédiées en application de l'article 43 de la loi MAF et (iii) effectuées pour le compte d'un investisseur (service 4-b). Deux exceptions légales sont expressement prévues à l'article 45, mais la définition stricte de son champ d'application laisse un vaste spectre de situations échappant à l'article 45.

41. Le maintien des opérations complexes comme exception à un principe centralisateur, en l'occurrence le principe de concentration, repose donc sur l'absence de fongibilité de certaines opérations ayant pour objet des instruments financiers cotés sur un marché réglementé.

II Obligation de concentration et dénouement des instruments financiers à terme

42. Les traits saillants de l'obligation de concentration et des ces exceptions ainsi dégagés, il faut maintenant confronter les résultats de cette analyse au cas particulier du dénouement par livraison physique des instruments financiers à terme sur sous-jacent coté. Cette deuxième étape nous conduira à constater la non-application de l'obligation de concentration à cette modalité de dénouement, tant sur le plan des principes, qu'à raison des modalités techniques de cette dernière ; nous tenterons ensuite de réfuter les contre-arguments apparents à cette analyse, et proposerons en conclusion une lecture «alternative» des observations de la Cob rendues, rappellons-le, dans le contexte particulier des programmes de rachat d'actions.

1. L'inapplicabilité de principe de l'obligation de concentration au dénouement par livraison physique des instruments financiers à terme sur sous-jacent coté

43. Cette inapplication de principe trouve, selon nous, principalement sa source dans l'absence de fongibilité de la livraison du sous-jacent coté avec les transactions portant sur ce même sous-jacent mais conclues sur un marché réglementé. Ce premier argument est, selon nous, supporté, par l'autonomie économique et, celle plus récemment acquise, juridique des instruments financiers à terme. En outre, nous montrerons que cette livraison ne peut être assimilée à une opération «pour compte de tiers» au sens de l'article 45 de la loi MAF. Enfin, des pratiques de marché validées de manière continue par les autorités de tutelle nous semblent également rejeter l'application de l'obligation de concentration à cette livraison.

44. Absence de fongibilité. Ainsi que nous l'avons montré, le principe par lequel les opérations complexes échappent à l'obligation de concentration repose sur leur absence de fongibilité avec les transactions appelées à être traitées sur le marché (37). De manière réflexive, cette analyse nous conduit à appréhender la fongibilité comme l'essence de l'obligation de concentration : seules les transactions «assimilables» ont vocation à être traitées de manière égale. Cette volonté du législateur de limiter le champ d'application de la concentration au domaine de la fongibilité, est attestée selon nous par la nature même des exceptions à l'obligation : c'est à raison de leur caractère plus complexe que certaines des transactions, qui auraient dû en principe être effectuées dans le marché, pourront échapper à cette contrainte.

45. La livraison est-elle une transaction ? Si ce lien structurel entre concentration et fongibilité est acquis, il faut admettre que notre problématique se résume véritablement à la question de savoir si la livraison physique d'un sous-jacent coté, consécutivement à l'exercice d'un instrument financier à terme, peut ou non être assimilée aux transactions visées à l'article 45 de la loi MAF. Ainsi que nous l'avons rappelé, le concept de «transaction» utilisé par l'article 45 de la loi MAF doit être compris comme renvoyant à ceux de cessions ou de négociations visés à l'article 43, c'est-à-dire à des ventes

conclues directement entre les bénéficiaires finaux ou par l'entremise de commissionnaires. Dans tous les cas, il ne s'agit que de ventes. La simplicité de ces opérations évoque l'idée de fongibilité qui justifie que l'on puisse envisager un traitement égal entre elles. Or, la livraison d'un actif coté consécutivement à l'exercice d'un produit dérivé ne peut être ramenée à une simple vente. A défaut de présenter ce caractère assimilable, ou fongible, le dénouement d'un produit dérivé ne saurait donc être soumis à l'obligation de concentration. En outre, la livraison du sous-jacent constitue un élément nécessaire d'une convention plus globale depuis 1996. De même que l'étude des exceptions légales à l'obligation de concentration nous conduit à prendre en compte les circonstances de l'opération, ses modalités contractuelles ou sa taille, la livraison d'un sous-jacent coté ne peut être considérée isolément en dehors du contexte économique et juridique dans lequel elle intervient. On ne peut affranchir cette livraison du cadre général qui lui a donné naissance pour la voir réglementée de facto. Le contexte plaide pour un traitement différencié. La démonstration de ce point nous semble pouvoir être courte. On comprend en effet aisément que par sa cause, la typologie du risque qu'il présente, sa liquidité faible ou l'intérêt recherché par chacune des parties, un instrument financier à terme à sa propre autonomie économique qui ne peut être réduite à une modalité alternative de son dénouement. Les usages multiples auxquels ils répondent ont fait des produits dérivés «*le changement le plus considérable qu'ait connu le monde financier au cours des quinze dernières années*» (38). La valeur notionnelle cumulée des produits dérivés à la fin 1998 est estimée par la BIS à 80 trilliards de dollars. Il est inconcevable de dénier à ces produits l'autonomie économique dont leur succès à lui seul témoigne. Si ces instruments ne sont pas assimilables à des ventes, la livraison du sous-jacent ne peut être comparée à la livraison d'une chose vendue. Le dénouement d'un instrument financier à terme ne présentant pas d'homogénéité avec les transactions concentrées sur le marché central, il n'a donc pas vocation à rentrer dans le champ d'application de l'obligation de concentration qui a pour objet des transactions présentant une identité opératoire. Sous réserve d'hypothèses frauduleuses (39), le dénouement d'un produit dérivé par livraison physique ne peut donc être assimilé à une cession ou une négociation. Cette différence de nature conduit, comme pour les conventions complexes, à récuser l'application de l'obligation de concentration à la livraison physique d'un sous-jacent coté suite à l'exercice d'un produit dérivé. Cette opinion est d'ailleurs partagée par une partie de la doctrine qui considère qu'«*une opération consistant à livrer un instrument financier à terme ne constitue pas une transaction*» (40).

46. L'obligation de concentration appliquée aux produits dérivés eux-mêmes ou au sous-jacent sur lequel ils sont référencés. Il s'agit toutefois d'éviter une confusion : la dépendance fonctionnelle de la livraison au regard de l'instrument financier à terme dénoué de cette manière ne doit pas conduire, au regard de l'obligation de concentration, à confondre ces deux éléments, pour leur appliquer indistinctement l'obligation de concentration. A cet égard, il faut distinguer l'obligation de concentration s'attachant à la négociation d'un instrument financier à terme et son dénouement. En effet, un instrument financier à terme, c'est-à-dire un des contrats référencés à l'article 3 de la loi MAF, doit être négocié à un prix résultant du marché, dès lors qu'il est admis aux négociations sur un marché réglementé. En revanche, cette obligation ne s'étend pas aux modalités d'exécution de cet instrument financier à terme, qui sont prévues par le contrat lui-même. C'est une chose de soumettre à l'obligation de concentration la négociation du contrat que constitue l'instrument financier à terme, en tant qu'option d'achat ou de vente par exemple ; c'en est une autre d'exécuter cette convention par la remise d'une certaine quantité de titres, à une date déterminée et à un prix déterminé. Cette dernière phase est étrangère à l'obligation de concentration qui a épuisé ses effets lors de la négociation de l'instrument financier à terme. Ici réside sans doute l'une des subtilités de la résolution de notre problématique. S'il faut distinguer, au regard de l'application de l'obligation de concentration, l'instrument financier à terme de son dénouement, il n'en reste pas moins que la livraison doit être rapprochée de l'instrument financier qui lui a donné naissance pour lui dénier toute autonomie de principe qui la verrait soumise à l'obligation de concentration.

47. L'autonomie juridique des produits dérivés. L'autonomie économique des instruments financiers à terme s'est doublée depuis la loi MAF de leur autonomie juridique, qui combinées interdisent de considérer la livraison du sous-jacent en dehors de son contexte. La livraison du sous-jacent coté s'intègre dans un ensemble contractuel plus général dont elle ne constitue qu'une modalité qui ne peut à ce titre être considérée isolément. Ce lien fonctionnel est avéré par la qualification juridique résultant de l'article 3 de la loi MAF. Ainsi qu'il a été souligné, les instruments financiers à terme se caractérisent intrinsèquement par leur nature spécifique. Bien qu'ils bénéficient de la qualification d'instruments financiers, il s'agit organiquement de contrats : contrats financiers à terme sur devises, effets, valeurs ou taux d'intérêt, contrats d'échange, contrats à terme sur marchandises ou denrées, contrats d'option d'achat ou de vente d'instruments financiers. Cette spécificité est renforcée par la circularité par laquelle certains sont définis. Ainsi, les instruments financiers à terme, appartiennent à la catégorie des instruments financiers, mais sont parfois définis comme des contrats d'option sur… instruments financiers. La qualification d'ensemble (d'instruments financiers tels que résultant de l'article 1er de la loi MAF) est alors définie par des contrats ayant pour objet cette même qualification (cf. article 3-5°) ; où un tout est défini par ces parties elles-mêmes définies par référence au tout ! Ainsi compris, les instruments financiers constituent des ensembles d'obligations consensuellement créées qui peuvent avoir pour objet une devise, un taux d'intérêt, un indice boursier, ou plus simplement une action. Négocier un instrument financier à terme c'est, au regard de la qualification résultant de l'article 1er de la loi MAF, négocier un instrument financier, mais organiquement il s'agit moins de négocier un bien qu'un contrat.

48. Cette spécificité semble pouvoir être tirée de la lettre même de l'article 3-1° de la loi MAF qui dispose que les instruments financiers à terme sont «*les contrats financiers à terme sur tous effets, valeurs mobilières, indices ou devises,* y compris les instruments équivalents donnant lieu à un règlement en espèces». Ce dernier membre de phrase confirme a contrario la possibilité que ces instruments soient dénoués par livraison physique de leur sous-jacent. Comment dès lors concevoir qu'à quelques articles d'intervalle la loi ait vidé cette disposition de l'essentiel de son contenu en imposant, à l'article 45, une obligation de concentration interdisant mécaniquement l'existence de tels instruments (41). En visant expressément la possibilité de dénouer par livraison physique certains instruments finan-

ciers à terme, le législateur à par la même affirmé implicitement la dispense de l'application de concentration. Certes, on pourrait soutenir que le texte conserve sa cohérence en ne visant que les titres non cotés. Une telle lecture amputerait cependant la portée de l'article 3 de manière essentielle. En outre, en distinguant là où la loi ne le fait pas, cette lecture laisserait vacante la qualification juridique des contrats financiers à terme sur effets ou valeurs mobilières cotés. En définissant les instruments financiers à terme comme des contrats comportant certaines obligations, le législateur leur a conféré une validité qui autorise à penser que leur exécution est légale. Aussi, dès lors que certains de ces instruments financiers à terme prévoient une livraison physique d'un instrument financier par ailleurs admis aux négociations sur un marché réglementé, contre un prix fixé ab initio et pouvant être différent de celui résultant de la confrontation de l'offre et de la demande sur le marché central, l'obligation de concentration n'a pas vocation à s'appliquer à une telle livraison. Sauf à réduire à néant l'économie des instruments financiers à terme, et à faire preuve d'une certaine incohérence, le législateur n'a pu reconnaître la licéité d'un ensemble d'instruments financiers à terme et, dans le même temps, rendre leurs conditions d'exécution illicite (42).

49. L'opération est-elle conclue pour le compte de l'investisseur ? Parmi les éléments clés de l'obligation de concentration, nous avons relevé que celle-ci avait vocation à s'appliquer aux transactions «*effectuées au profit d'un investisseur*» (43). Dans la droite ligne de notre analyse qui consiste à confronter ces éléments à l'hypothèse particulière qui nous intéresse ici, la question se pose naturellement de savoir si cette caractéristique est ou non transposable à la livraison du sous-jacent comme modalité de dénouement d'un produit dérivé ? Il convient de préciser in limine qu'une réponse affirmative à cette question ne saurait à elle seule remettre en cause le rejet de l'application de l'obligation de concentration aux livraisons physiques d'un sous-jacent à la suite du dénouement d'un produit dérivé. Dès lors que, par nature, ces opérations ne peuvent être assimilées aux transactions évoquées à l'article 45, elles n'ont pas vocation à être concentrées sur le marché central. L'examen de la question, et la réponse que l'on y apportera, n'en reste pas moins révélateur de l'inaptitude de l'obligation de concentration à s'appliquer aux produits dérivés.

50. Le type de service d'investissement qui caractérise les marchés de gré à gré fait, selon nous, échapper les instruments financiers à terme du champ d'application de l'obligation de concentration. Il existe en effet une différence fondamentale de nature entre les relations contractuelles de deux parties sur les marchés réglementés et sur les marchés de gré à gré. Sur les marchés réglementés, le prestataire exécute pour le compte de son client un ordre sur ce marché, c'est un intermédiaire qui est neutre dans l'opération. Il exécute un ordre pour le compte de son client (service d'investissement de l'article 4 b) de la loi MAF). A l'inverse, sur les marchés de gré à gré, le prestataire prend une position contraire ou symétrique à celle de son client. Lorsqu'un prestataire de services d'investissement conclut une option, il intervient en qualité de contrepartie prenant un risque propre, faisant une anticipation des évolutions de cours du sous-jacent opposée à celles de sa contrepartie. Il n'agit pas comme intermédiaire de cette contrepartie pour effectuer une opération sur ces titres. Chacun, pour des besoins qui lui sont propres (couverture, spéculation, arbitrage…) prend une position inverse sur le sous-jacent. Comme on l'a très exactement relevé, «*le marché de gré à gré correspond à des opérations bilatérales (par opposition aux opérations multilatérales des marchés réglementés), […] où les intérêts des parties sont divergents et même diamétralement opposés*» (44). Le prestataire agit donc «en face» de son client comme contrepartie pour son propre compte (service d'investissement de l'article 4 c) de la loi MAF). Cette relation ne peut être systématiquement réduite, du simple fait qu'un prestataire de services d'investissement y participe, aux relations d'un professionnel mandaté par, ou conseiller de son client. Or, la référence faite à l'article 45 de la loi MAF aux transactions «*effectuées pour le compte d'un investisseur*», amène une doctrine unanime à considérer que l'obligation de concentration ne s'applique pas aux opérations pour compte propre (45). La conclusion d'instruments financiers à terme de gré à gré échappe donc en principe aux obligations d'intermédiation et de concentration.

51. Même si le champ d'application respectif des articles 43 (et donc 45) et 21 de la loi MAF divergent sensiblement, il est à cet égard intéressant de relever que si l'article 4 c) de la loi MAF fait de la «négociation pour compte propre» un service d'investissement, l'article 21 de la même loi, qui fonde le monopole des prestataires de services d'investissement, ne parle que des services «rendus à des tiers». On peut dès lors se demander dans quelle mesure la négociation pour compte propre d'instruments financiers à terme de gré à gré (46) échappe au monopole de l'article 21. Les travaux parlementaires semblent aller dans ce sens en précisant que la négociation d'instruments financiers non cotés est libre lorsqu'elle est faite pour compte propre «par a contrario du monopole de la prestation de services d'investissement». L'examen détaillé de la question amène cependant à une position plus nuancée.

52. Ainsi qu'on l'a souligné, l'expression «pour compte propre» renvoie à deux situations que l'article 4 c) invite à distinguer (47). Agit pour compte propre celui qui non seulement traite en son nom, mais encore dans le seul intérêt de prendre une position sur l'instrument financier considéré. L'article 2-1-5 du Règlement général du CMF, qui définit l'activité de négociation pour compte propre, illustre d'ailleurs cette distinction en précisant que «*cette activité ne constitue un service d'investissement que lorsqu'elle est exercée en dehors des opérations de trésorerie ou de prise de participation*». Notre utilisation des termes «pour compte propre» dans ce contexte ne renvoie donc pas à la notion de négociation pour compte propre visée à l'article 4 c) qui couvre les hypothèses d'intermédiaires agissant certes pour leur compte, mais dans le but de permettre à leurs clients de réaliser une opération.

53. Pour les instruments financiers à terme, les travaux parlementaires révèlent en outre le critère qui peut être retenu entre les deux acceptions de cette notion de compte propre. Le ministre de l'économie et des finances en 1996, lors des débats parlementaires à l'Assemblée nationale sur le vote de la loi MAF, avait en effet répondu par la négative à la question de savoir si une entreprise qui est simplement contrepartie d'une opération dont elle n'est pas l'intermédiaire, réalise une prestation de services d'investissement : «*une opération pour compte propre comporte plusieurs phases : le souhait de la contrepartie de réaliser l'opération, l'intervention éventuelle d'un intermédiaire qui rapproche les parties et enfin l'inscription*

en compte de la transaction. C'est le fait de monter une négociation, de la rendre possible en rapprochant les contreparties, qui constitue un service d'investissement. Toute entreprise, tout opérateur, même s'il est installé en dehors de l'Espace économique européen, peut être, sans aucun agrément particulier, contrepartie d'une opération réalisée avec un français» (48).

54. Il en résulte que l'intermédiaire rend un service d'investissement lorsque, par exemple, il se porte contrepartie à une opération d'un de ses clients pour lui permettre de réaliser un objectif qui lui est propre et dans l'objectif duquel il s'est précisément rapproché du prestataire. En revanche, il agit comme tout investisseur en acquérant des titres pour son propre compte, sans aucune considération tirée du besoin d'un client qui l'aurait préalablement saisi. La terminologie de «service» d'investissement est à ce seul égard évocatrice. Il faut donc bien reconnaître que l'article 21 de la loi MAF a une vocation à s'appliquer à des situations, sans que cela ne préjuge par ailleurs de l'application des articles 43 et 45 de la loi MAF. Le CMF, dans son interprétation de la réponse ministérielle, nous semble confirmer cette lecture en relevant qu'il semble pouvoir en être déduit qu'une société financière, n'ayant pas pour objet d'élaborer, de manière professionnelle et habituelle, des contrats d'échange n'a pas besoin pour s'en porter contrepartie de disposer d'un agrément de prestataire de services d'investissement (49).

55. Le marché. Enfin, il est intéressant de constater l'existence de pratiques de marché, développées parfois sous l'égide même des autorités de place, ne faisant pas application de l'obligation de concentration à des instruments financiers produisant des effets économiques voisins, voire identiques. Il est ainsi admis que les warrants puissent être, lors de leur exercice et au choix de l'émetteur, dénoués par paiement d'un différentiel ou par livraison physique du sous-jacent. Les principes généraux de la Cob et du CMF prévoient expressément cette modalité de dénouement dans leur article A II 4) qui impose que l'émetteur ait «*la possibilité de s'acquitter de son engagement en réglant en espèces une différence de cours, […] pour éviter les risques d'indisponibilité de l'élément physique sous-jacent (effet de «corner») que pourrait entraîner la livraison obligatoire des titres lors de l'exercice de warrants sur titre de capital ou titre de créance*» (50). De même, les options cotées sur le Monep sont dénouées par livraison physique de leur sous-jacent et le règlement par paiement d'un différentiel ne constitue que l'exception. En outre, pour les opérations de gré à gré, l'Association française des banques a publié dès octobre 1996, puis plus récemment en septembre 1999 une version modifiée, d'additif technique «Option sur actions» qui prévoit cette modalité de dénouement. Dans cet additif, on remarquera qu'il n'est fait aucune référence aux anciens seuils des «blocs structurants» ou aux nouveaux seuils de l'article 4-1-32 du Règlement général du CMF, pour exprimer le rattachement à l'une des exceptions légales à l'obligation de concentration. Le législateur lui même, en autorisant par la loi n° 85-1321 du 14 décembre 1985 (51) la création des stock-options à la française – bons d'option de souscription ou d'achat d'actions – a validé, pour ces produits, cette modalité de dénouement. L'évocation par le rapport Esambert de l'utilisation en France de Bras (52), ne s'est pas non plus accompagnée de réserve sur la question de l'applicabilité au dénouement de ces produits de l'obligation de concentration. On a ainsi très tôt fait valoir que l'obligation de concentration serait une aberrance économique si elle devait conduire à empêcher la conclusion de certains instruments financiers essentiels, qu'il s'agisse de produits cotés ou négociés de gré à gré.

2. Les contre-arguments apparents

56. A cette analyse s'opposent apparemment deux arguments sur lesquels il nous semble devoir nous prononcer : (i) cette analyse ne contredit-elle pas une décision de la chambre commerciale de la Cour de cassation rendue en 1990 à propos d'instruments dénoués par paiement d'un différentiel ; et (ii) pourquoi si l'obligation de concentration ne s'applique pas aux produits dérivés depuis la loi MAF, subsiste-t-il le régime particulier des contrats optionnels SBF ?

57. La jurisprudence. Sur le premier point la décision à laquelle nous faisons référence est l'arrêt de la chambre commerciale de la Cour de cassation qui dans une affaire relative précisément au débouclement d'un produit dérivé a jugé que «*ne se livre pas à des négociations sur valeurs mobilières en violation du monopole des agents de change, la banque passant avec ses clients des contrats d'option de gré à gré, pour lesquels la livraison des actions constituant les titres sous-jacents, ne peut jamais être exigée, le cours de ces actions ne constituant qu'une simple référence servant à la détermination du prix de l'option*» (53). A contrario on en conclut que pour la Haute juridiction le dénouement par livraison physique des actions sous-jacentes constituerait une négociation sur ces valeurs. Cette décision a cependant été rendue à une époque où était seulement affirmée l'existence d'un monopole en faveur des agents de change ayant pour objet les négociations sur valeurs mobilières. Elle a été dictée par deux considérations. D'une part, les caractéristiques des opérations concernées, options sur actions ne pouvant se déboucler par livraison, ne pouvaient conduire à la qualification de négociation : le monopole n'était pas violé. D'autre part, en jugeant autrement, la Cour de cassation aurait vidé de son contenu le monopole boursier et ouvert la porte aux détournements. A cet égard, la loi MAF a modifié sur ce point la législation alors applicable, en distinguant l'obligation d'intermédiation et l'obligation de concentration. La décision de la Cour de cassation a été essentiellement prise en considération de l'intermédiation obligatoire des agents de change, et non en considération de la concentration des ordres sur le marché. En toute hypothèse, la question ne saurait de nos jours se poser en ces termes dès lors que les instruments financiers à terme ont fait l'objet d'une reconnaissance légale qui assujettit les transactions dont ils sont l'objet aux obligations d'intermédiation et de concentration, lorsqu'ils sont admis aux opérations sur un marché réglementé. En ce sens, H. de Vauplane et J.-P. Bornet ont souligné, au regard de cette décision, que «*une telle jurisprudence n'a plus lieu d'être aujourd'hui*» (54).

58. Les contrats optionnels. Le second contre-argument est tiré de la persistance après la loi MAF du régime des contrats optionnels. SBF-Bourse de Paris, devenue Paris Bourse SA, prévoit également des hypothèses de contrats optionnels dont le prix d'exercice diffère du cours du jour de la livraisons. Les règles d'organisation et de fonctionnement de la SBF (55) prévoient en effet que «*la SBF-Bourse de Paris enregistre dans ses livres les contrats optionnels portant sur des instruments financiers admis aux négociations sur le premier marché ou sur le second marché. Ces contrats réservent à l'une*

des parties la faculté soit de vendre ou d'acheter une quantité de titres déterminée à un cours coté le jour du contrat ou à un cours coté le jour de l'échéance ou à un prix égal à la moyenne entre ces deux dates…». L'enregistrement de tel contrat ne constitue pas une obligation légale ou réglementaire, mais les parties peuvent les faire enregistrer auprès de la SBF si elles souhaitent disposer par ailleurs des procédures qui y sont mises en place, *et notamment de la garantie de bonne fin de la chambre de compensation*. Cette disposition prouve bien qu'une option de gré à gré, qui échappe à l'application de l'obligation de concentration, peut prévoir un prix d'exercice déterminé. Au demeurant, la coexistence d'un marché réglementé et d'un marché de gré à gré sur ce type d'instruments financiers relativise la pertinence de leur appliquer d'une manière ou d'une autre l'obligation de concentration.

III Pour une lecture «alternative» des observations de la Cob

59. L'appréciation de la position de la Cob. Relativement à l'utilisation par les sociétés de produits dérivés dans le cadre des programmes de rachat de leurs actions, la Cob a été amenée à préciser que «*la cession des titres se trouve ainsi incluse dans "une convention autre que pure et simple" dont elle est "un élément nécessaire", c'est-à-dire une convention complexe […] La cession peut alors être réalisée hors marché, par dérogation à l'obligation de concentration des transactions sur les instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé*» (56).

60. Cette considération est de nature à justifier l'exemption attachée aux instruments financiers à terme, mais elle appelle deux précisions complémentaires.

61. D'une part, on comprend pourquoi la Cob a été tentée de rapprocher le programme de rachats d'actions de la notion d'opération complexe. Il existe manifestement des éléments de rapprochement. Il nous semble toutefois que ce rapprochement aurait pu être fait non en raison de l'insertion des instruments financiers à terme dans un ensemble contractuel plus vaste, celui du programme de rachat, mais seulement en raison de l'utilisation de tels instruments financiers. Il s'agit, en effet, de conventions autres que des ventes pures et simples mais comprenant nécessairement de telles ventes. De ce fait, leur économie les voue naturellement à ne pas se voir appliquer l'article 45. De surcroît, la loi écarte implicitement mais nécessairement l'application de l'article 45 au dénouement des instruments financiers à terme par livraison physique du sous-jacent. La qualification d'opération complexe ne peut donc être retenue qu'autant qu'elle soit acquise de droit à l'ensemble des transactions concernées. Il serait particulièrement néfaste qu'une telle qualification soit laissée à la libre interprétation du juge, alors surtout qu'un tel pouvoir ne saurait lui être reconnu sans que l'article 3 de la loi MAF soit violé en cas de contestation de cette qualification. Aussi suggérons-nous, si l'on estimait que les livraisons étaient soumises à l'obligation de concentration, que cette qualification soit de droit reconnue aux instruments financiers à terme, relativement à leur phase de dénouement par livraison physique du sous-jacent. Les instruments financiers à terme seraient alors considérés comme des opérations complexes par la loi, sous réserve d'un montage frauduleux de la part des parties à l'opération.

62. D'autre part, et en toute hypothèse, il nous semble que la mise en œuvre d'un programme de rachat d'actions fait d'avantage échapper les transactions qui en résultent de l'obligation de concentration à raison de l'utilisation d'instruments financiers à terme que par leur insertion dans un tel programme. En effet, l'intervention du prestataire de services d'investissement ne résulte pas de l'application de l'article 43 mais du souci qu'a eu la Cob d'assurer l'égalité des actionnaires. A cet égard, l'intermédiation est technique et non légale, puisque s'agissant d'une livraison qui ne constitue ni une négociation ni une cession, c'est-à-dire une convention à part entière, mais seulement un élément d'exécution d'une convention plus générale. L'intermédiation «technique» ne doit pas conduire à l'application de l'obligation de concentration dès lors qu'elle ne répond pas au souci concentrique selon lequel n'est concentré que ce qui est légalement intermédié en application de l'article 43 de la loi MAF.

63. L'intermédiation du prestataire de services d'investissement est requise par la Cob à raison de leur monopole sur ces instruments, mais en application du principe d'égalité des actionnaires. La Cob relève ainsi «*dès lors, en effet, que le prestataire de services d'investissement n'agit pas en qualité d'actionnaire mais de partie à un contrat conclu avec l'émetteur en vue de lui permettre, moyennant contrepartie, de réaliser son programme de rachat, il ne peut être considéré, sous réserve du respect de certaines conditions, que l'option aurait pour objet de permettre à la société de garantir à l'un de ses actionnaires le droit au remboursement de ses titres à un prix déterminé et déconnecté du cours boursier*» (57). La conclusion d'un tel contrat, et l'intervention conventionnellement souhaitée d'un prestataire de service d'investissement, exclue de facto l'application de l'article 45 de la loi MAF, dès lors que cette disposition vise seulement les transactions légalement intermédiées, en application de l'article 43 de la loi MAF. Or en l'espèce, l'intervention du prestataire de services d'investissement répond à un tout autre souci que celui de l'intermédiation. Il semble bien dès lors que la Cob ait glissé de la nécessaire interposition d'un prestataire de services d'investissement dans l'opération par respect de l'égalité des actionnaires, à l'existence d'une obligation de concentration. Notre lecture alternative consiste donc à considérer que si la Cob s'est imposé de passer sous les fourches caudines de la convention complexe, ce n'est pas parce que cette notion floue est la seule qui valide en droit la conclusion par deux opérateurs d'options de gré à gré dénouées par livraison physique et portant sur un actif coté. C'est parce que, dans le contexte très particulier des programmes de rachat, la Cob ne pouvait pas à la fois imposer l'intermédiation d'un prestataire de services d'investissement (pour le respect de l'égalité des actionnaires), autoriser ces opérations dans la seule mesure où cette intermédiation du prestataire de services d'investissement permettait à l'entreprise de réaliser les objectifs de son programme (interdiction des opérations *cash settled*), mettre à la charge du prestataire de services d'investissement du fait de cette intermédiation des obligations ne pesant en principe que sur l'émetteur (58) et affirmer en même temps que parce qu'elle n'étaient pas intermédiées, ces opérations n'enfreignaient pas les disposi-

tions de l'article 45 de la loi MAF. Ainsi, il ne faut pas rechercher dans l'argumentation juridique développée en opportunité par la Cob dans ses observations, les éléments qui valident ou condamnent les options de gré à gré sur actifs cotés.

64. La non-application de l'article 45 au dénouement de produits dérivés par livraison physique se justifie donc moins par le recours à l'exception que constituent les conventions complexes que par la non-application de principe de l'obligation de concentration au dénouement de ces instruments financiers. ■

(1) Alban Caillemer du Ferrage, L'utilisation d'instruments financiers à terme dans le cadre des programmes de rachat d'actions, *Banque & droit* n° 67, sept./oct. 1999, p. 3.
(2) Loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières, dite «Loi MAF».
(3) Rappelons qu'il ne peut, en l'espèce, que s'agir d'un sous-jacent coté puisque seules les sociétés dont les titres de capital sont admis aux négociations d'un marché réglementé peuvent recourir au régime des rachats «pour raisons diverses» instauré par la loi de DDOEEF 1998 (cf. sur cette question Alban Caillemer du Ferrage (op. cit.) § n° 8).
(4) Précisons que pour les besoins de cette étude, nous examinerons principalement le cas des options, mais que la question de l'application de l'article 45 de la loi MAF à d'autres instruments financiers à terme dénoués par livraison physique de leur sous-jacent se pose dans des termes similaires.
(5) Il serait intéressant de se pencher sur l'ampleur prévisible de cette nullité appliquée à des instruments financiers à terme. De notre point de vue, sauf à avoir été considérée comme essentielle et déterminante par les parties lors de la conclusion de l'option, la modalité de dénouement par livraison physique devrait seule être visée par la nullité, l'instrument conservant lui sa validité et étant, à l'initiative du tribunal, dénoué de manière alternative par le paiement d'un différentiel.
(6) Directive du Conseil du 10 mai 1993 concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières (93/22/CEE), *JO* des Communautés européennes 11.06.1993 n° L. 141/27, dite la «Directive».
(7) Pour une présentation plus générale du monopole, cf. par exemple G. Mazet et Th. Forshbach, Le monopole des sociétés de bourse en matière d'opérations sur valeurs mobilières après la loi du 22 janvier 1988, *JCP E* 1989, II n° 15518 - F. Buisson, Cl. Merkin et B. de St Mars, Sociétés de bourse, Domaine d'activité, *Juris-classeur Banque et crédit*, fasc. n° 1565.
(8) P. Le Cannu, Du monopole en matière financière, Thème XI dans l'ouvrage collectif La modernisation des activités financières, *GLN Joly Editions*.
(9) H. de Vauplane, De l'influence des réformes des marchés financiers sur les négociations en bourse et ses intermédiaires, Thèse Paris II 1991.
(10) Article 14-4° de la Directive.
(11) Rapport à l'Assemblée nationale de J.-J. Jegou n° 2692, Tome I p. 192 ; Dans le même sens, Rapport de Ph. Marini au Sénat n° 254, Tome I p. 162.
(12) De ce fait, H. de Vauplane et J.-P. Bornet estiment le terme mal choisi (cf. Droit des marchés financiers, *Litec* 1998, n° 424).
(13) P. Goutay, Le transfert de propriété des titres cotés, thèse Paris IX 1997, H. de Vauplane (op. cit.).
(14) Cass. crim. 19 janvier 1860, DP 1860, 1, 140.
(15) F. Auckenthaler (op. cit.).
(16) Lettre du ministère de la justice à l'ANSA du 1er juin 1988 (cf. *Rapport ANSA* mars-juin 1988, n° 2416).
(17) En ce sens, voir dossier ANSA sept./oct. 1996 n° 2847.
(18) Article 41 de la loi MAF.
(19) Cf. Gilles Petit, chargé de mission à la Direction agréments-réglementation du CMF, De la centralisation des ordres, *Revue CMF* n° 8, mai 1998, p. 18.
(20) H. de Vauplane, Monopole d'intermédiation et obligation de concentration sur marchés réglementés, *Banque & Droit* n° 58, mars/avril 1998, n° 5 ; F. Auckenthaler, Obligations d'intermédiation et de concentration des opérations sur instruments financiers admis aux négociations d'un marché réglementé, *JCP E*., 3 déc. 1998, p. 1914.
(21) Rapport de J.-J. Jégou, (op. cit.), p. 192.
(22) On précisera cependant que de manière exceptionnelle d'autres personnes peuvent être membres de marché : il s'agit des personnes morales dont les membres sont indéfiniment et solidairement responsables des dettes et engagements de celles-ci, à condition que ces membres ou associés soient agréés à négocier pour compte propre ou pour compte de tiers, ainsi que les personnes physiques ou morales habilitées par le CMF à exécuter des ordres pour compte propre ou pour compte de tiers, en considération de leur compétence, leur honorabilité, leur solvabilité et, le cas échéant, de leurs capitaux propres.
(23) H. de Vauplane, (op. cit.) n° 1 et 2 ; F. Auckenthaler (op. cit.) : «l'obligation de concentration consiste à imposer au prestataire de services d'investissement chargé d'exécuter un ordre de conclure l'opération sur un marché réglementé et non de gré à gré».
(24) Cf. (op. cit.), p. 155.
(25) Cf. B. Gizard, secrétaire général adjoint du CMF, De l'obligation d'exécuter un ordre sur un marché réglementé : la mise en œuvre de l'art. 45 de la loi MAF, *Revue CMF* n° 5, fév. 1998, p. 5.
(26) Cf. § 22 supra.
(27) Pour ces exceptions, cf. les travaux plus abondants de la doctrine sur l'obligation d'intermédiation, notamment P. Le Cannu (op. cit) ; H. de Vauplane et J.-P. Bornet (op. cit.) n° 399 et s.
(28) Une notable exception mérite cependant d'être saluée, il s'agit des travaux menés sur cette question sous l'égide de l'Association nationale des sociétés par actions, La notion de «convention complexe» lors de la cession de valeurs mobilières cotées (article 1er de la loi n° 88-70 du 22 janvier 1988 sur les bourses de valeur), Rapport ANSA juil./août 1992, n° 2 602.
(29) Rapport de J.-J. Jégou (op. cit.), p. 155.
(30) Cf. L'année boursière 1987, Chambre syndicale des agents de change, p. 62 et 63.
(31) Voir G. Mazet et Th. Forschbach, (op. cit). p. 382 ; Rapport de l'ANSA (op. cit.) p. 8.
(32) Cf. *Rapport de l'ANSA* (op. cit.) p. 8.
(33) *JO* Sénat, Débats du 27 octobre 1987, p. 3500.
(34) 20 janvier 1988, *Bull. Joly* février 1988, p. 203 et s.
(35) 7 février 1994, *Bull. Joly Bourse*, nov./déc. 1994, p. 577.
(36) Rapport n° 254, 95/96, p. 155.
(37) Cf. § 32 et 37 supra.
(38) Alan Greespan, Report of The President's Working Group on Financial Markets, nov. 99.
(39) Si l'on admet que les instruments financiers à terme échappent à l'obligation de concentration, ce n'est à l'évidence que dans la stricte mesure où l'utilisation de ces produits a pour les parties une finalité propre et ne constitue pas l'habillage frauduleux d'une opération de vente pure et simple conclue en violation de l'article 45. Les parties pourraient par exemple conclure deux options d'achat et de vente croisées, sur une même quotité d'un sous-jacent identique, ayant une maturité et un prix d'exercice identiques, de sorte que prise isolément chacune d'entre elles constitue bien un instrument financier à terme, mais que réconciliées l'opération ne soit qu'une vente à terme. De même les parties pourraient conclure une option très fortement dans la monnaie, de sorte que, compte tenu de la volatilité historique du sous-jacent, son exercice soit certain…
(40) Cf. H. de Vauplane (op. cit.) p. 6.
(41) H. de Vauplane et J.-P. Bornet, (op. cit.), n° 425 note bas de page (109).
(42) Cf. en ce sens, H. de Vaulpane et J.-P. Bornet, (op. cit.), p. 383 note de bas de page n° 109.
(43) Cf. § 18 supra.
(44) H. de Vauplane et J.-P. Bornet (op. cit.), n° 352 p. 320.
(45) Cf. supra note n° 19.
(46) Pour les instruments financiers cotés, la combinaison des articles 21 et 43 de la loi MAF impose selon nous sans discussion (sauf exceptions légales) le recours à un prestataire de services d'investissement agréé en France.
(47) Cf. § n° 22 supra.
(48) *JO*, Débats AN, 2e séance du 29 mai 1996, p. 3606.
(49) X. Tessier, chargé de mission au CMF, Délimitation de la notion de services d'investissement, *Revue CMF* n° 2, oct 1997, p. 22.
(50) Cf. Principes généraux de la Cob et du CMF, *Bulletin Cob* n° 329, nov. 1998, p. 155 et s.
(51) Loi qui a inséré un article 208-8-2 dans la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966
(52) Cf. Alban Caillemer du Ferrage (op. cit), § n° 19.
(53) Cass. com. 16 janvier 1990, BMA c/Cie des agents de change, *Bulletin Joly*, mars 1990, n° 74, 271.
(54) Cf. (op. cit.), n° 425.
(55) *Bulletin Joly Bourse*, Textes 2, Division 1 E, Avis n° 98-3150 du 28 juillet 1998, intégré à l'article N.4.4.10 des règles de fonctionnement et d'organisation de la SBF-Bourse de Paris.
(56) Cf. *Bull. Cob* février 1999, p. 3.
(57) Cf. *Bull. Cob* précité, p. 2
(58) Cf. Alban Caillemer du Ferrage (op. cit.) § n° 45.