

# L'utilisation d'instruments financiers à terme dans le cadre de programmes de rachat d'actions



**Alban Caillemer du Ferrage**  
Avocat à la Cour  
Gide Loyrette Nouel

«Nous entrons dans une époque où le libéralisme va devenir la plus suspecte et la plus impraticable des vertus.»

André Gide, Journal (Gallimard)

*Cet article analyse certaines difficultés juridiques soulevées par l'utilisation grandissante en France des produits dérivés dans le cadre des programmes de rachat d'actions. La législation française en la matière a connu de profonds changements, tant sur le principe même du rachat par une société de ses propres actions, que sur les objectifs et les méthodes de ce type de rachat. Cette situation a conduit la Cob à rendre publiques, en mars de cette année, ses réflexions sur une telle utilisation des produits dérivés.*

**1.** Dernier avatar du *corporate governance* et grand favori des fonds de pensions américains, le rachat d'actions est en France, depuis près d'un an, au cœur de notre actualité juridique et financière. Reflet des opérations de ce type effectuées aux Etats-Unis et en Angleterre depuis de nombreuses années avec une ampleur considérable (1), le rachat d'actions est notamment destiné à créer par relution de la valeur actionnariale (2), mais il peut servir des objectifs moins malthusiens et constituer un outil de gestion économique et financière du capital en permettant, par exemple, un meilleur placement de trésorerie dans un contexte de baisse des taux d'intérêt, une couverture de l'exercice de plans de *stock-options* ou de l'échéance de dettes dilutives, une protection contre les prises de contrôle inamicales, un outil de soutien du cours des actions dans les périodes d'agitation boursière, un moyen de déboucler des participations croisées ou de permettre la sortie d'un actionnaire minoritaire...

**2.** L'objet du présent article est principalement l'examen de certaines difficultés juridiques soulevées par l'une des modalités opératoires de ces rachats : les instruments financiers à terme de nature optionnelle. L'examen des raisons économiques ou financières qui président à une décision de rachat ou du régime fiscal et comptable de ces opérations dépasse l'objet de cette étude. Il nous semble néanmoins utile de rappeler brièvement le cadre général de la réglementation française des rachats d'actions, et la réforme dont elle a récemment fait l'objet.

Avec la participation de Myriam Roussille, agrégée d'économie et gestion, chargée de cours à l'Université Paris I, Panthéon-Sorbonne.

## I La pratique des rachats d'actions ou la mort annoncée du capital social

**3.** Tant sur le principe même du rachat de ses propres actions par une société, que sur les raisons (sort des titres après l'opération) et les moyens de le mettre en œuvre, la législation française relative à ces questions a récemment connu un profond remaniement.

### 1. D'une interdiction de principe, à une liberté surveillée... par les actionnaires

**4.** Le rachat d'actions est récemment passé en France du statut d'opération a priori suspecte (on relira avec intérêt les pages que lui consacre Zola dans «L'argent»), juridiquement contestable (parce que rendant la société créancière d'elle-même) et en principe interdite, au statut plus enviable d'opération légitime, macro économiquement saine (par la ré-injection qu'elle permet dans les circuits économiques des excédents de trésorerie de certains opérateurs) et autorisée sous certaines conditions. Cette interdiction de principe de racheter, souscrire ou gager ses actions était posée à l'article 217 de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966, renforcée par la loi n° 81-1162 du 30 décembre 1981, interdisant le recours à des prête-noms, et la deuxième directive européenne justifiant ce principe par le maintien de l'intégrité du capital et de l'égalité des actionnaires (3).

**5.** Cette interdiction de principe était tempérée par les deux autorisations permettant, d'une part, de procéder à des

rachats par ramassage en bourse et d'autre part, de faire des offres de rachat universelles. La première autorisation était destinée à permettre aux entreprises de régulariser le cours de leur titre ou d'intéresser leurs salariés aux résultats. Ces ramassages devaient, pour être présumés légitimes («réguler ne signifie pas faire le marché»), se faire dans les conditions posées par le règlement n° 90-04 de la Commission des opérations de bourse (Cob) (4). Aux termes de cette réglementation, le volume racheté au cours de chaque séance devait demeurer inférieur au quart de la moyenne des échanges constatés sur les x séances précédentes (x étant égal à 5 pour les titres cotés sur le marché à règlement mensuel et 30 sur le marché au comptant) ; les interventions devaient être réalisées en contre tendance ; et un seul intermédiaire devait être sollicité par séance. La seconde autorisation consistait dans la possibilité laissée aux sociétés d'offrir à l'ensemble de leurs actionnaires de racheter leurs titres. Cette offre de rachat ne concernait que les réductions de capital non motivées par des pertes. Les titres ainsi rachetés par la société devaient impérativement être annulés. Cette dernière opération était soumise à une réglementation particulière destinée à respecter l'égalité des actionnaires et à des procédures longues et contraignantes (offre d'achat universelle à tous les actionnaires, OPRA pour les sociétés cotées) marquées notamment par le droit d'opposition à la décision de certains créanciers.

**6.** En marge de cette réglementation contraignante, certains montages intra-groupes permettaient de contourner l'interdiction du rachat par un prête-nom. La Cob avait d'ailleurs admis, en 1996 (5), le recours à une filiale ou une sous-filiale pour racheter ses propres titres lorsque certaines conditions étaient remplies. La sécurité juridique de telles «manœuvres de contournement» n'était cependant pas satisfaisante, l'intervention de la société pouvant être remise en question s'il était démontré qu'elle avait agi comme prête-nom. Ces montages, enfin, ne permettaient pas d'annuler les actions acquises.

**7.** Cette hostilité de principe et les incertitudes juridiques de certains montages, étaient devenues, dans un contexte de plus en plus global, susceptibles de désavantager la place de Paris. Très tôt, plusieurs voix, plaidant pour la reconnaissance de la fonction financière du capital et l'effacement de sa compréhension juridique de gage des créanciers, se sont fait entendre pour attirer l'attention du législateur sur cette question et «*substituer à cette dualité [OPRA/ramassage en bourse pour régularisation ou intéressement], une unité plus grande autour de l'idée de latitude financière*» (6). La Cob dès 1995 avait souhaité un élargissement de cette réglementation (7). Egalement Philippe Marini, dans son rapport de 1996 sur la modernisation du droit des sociétés, tout en demeurant vague quant aux modalités pratiques, s'était prononcé pour la possibilité de rachats par les sociétés de leurs propres actions à des fins de gestion financière (8). Plus récemment, Bernard Esambert, dans son rapport au président de la Cob sur cette question, a proposé, dans la limite de l'autocontrôle fixé par la deuxième directive européenne, de rendre possible une gestion financière et économique des fonds propres et, en contrepartie de cette liberté, d'encadrer les modalités de ces interventions afin d'en garantir la transparence et de moraliser des «*pratiques anachroniques*» (9).

**8.** La réforme législative attendue est intervenue par l'article 41 de la loi n° 98-546 du 2 juillet 1998 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier (10). Très brièvement, trois

régimes distincts de rachat résultent de la réforme. Tout d'abord, le régime applicable aux opérations de réduction de capital non motivée par des pertes. Ce régime, qui concerne toutes les sociétés, reste pratiquement inchangé et sa mise en œuvre impose le respect des mêmes procédures contraignantes. Deux assouplissements méritent cependant d'être mentionnés : (i) ces rachats peuvent désormais être effectués alors que subsistent des obligations dilutives (obligations à bons de souscription, obligations convertibles ou échangeables), des bons de souscription d'actions ou d'autres valeurs mobilières composées, et (ii) les délais de la procédure ont été raccourcis. En pratique, pour les sociétés dont les titres sont cotés, ce régime ne concerne plus que les opérations de rachat portant sur plus de 10 % du capital puisque, en deçà de ce seuil, il peut être fait usage du nouveau régime de rachat «à des fins diverses» (y compris l'annulation) instauré par la loi DDOEEF. Ce régime qui remplace la procédure de régularisation de cours mais dont il dépasse largement les contours puisqu'il n'est plus fait référence aux motifs déterminants des rachats, ne concerne que les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé (en France ou à l'étranger, le texte ne distinguant pas). Enfin, le régime de rachat en vue de l'attribution aux salariés qui demeure inchangé, concerne toutes les sociétés et est limité à 10 % du capital tous les dix-huit mois (11).

**9.** L'assemblée générale ordinaire des actionnaires des sociétés cotées peut donc désormais autoriser, pour une période de dix-huit mois, le conseil d'administration ou le directoire à racheter et détenir des actions de la société, dans la limite de 10 % du capital. Le rachat d'actions est déconnecté de la réduction de capital, de sorte que ces actions peuvent être conservées (elles ne donnent alors pas droit aux dividendes et sont privées de droit de vote), cédées, transférées, attribuées aux salariés, ou annulées (dans ce dernier cas, sur autorisation de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires, dans la limite de 10 % du capital par période de vingt-quatre mois, et sous réserve que les capitaux propres demeurent supérieurs au capital augmenté des réserves non distribuables).

**10.** Ce nouveau dispositif législatif a été complété par deux règlements de la Cob. Le règlement n° 98-02 (12) relatif à l'information à diffuser à l'occasion des programmes de rachats de titres de capital admis aux négociations sur un marché réglementé, qui impose à toute société souhaitant réaliser un programme de rachat d'établir une note d'information soumise au visa de la Cob préalablement à la tenue de l'assemblée générale ordinaire (13) ; et le règlement n° 98-03 (14) relatif aux interventions des émetteurs sur leurs propres titres, qui en modifiant les articles 6 à 11 du règlement Cob n° 90-04 concernant la régularisation de cours (15) et devenu par conséquent obsolète, pose un certain nombre de contraintes à toute intervention directe ou indirecte d'un émetteur sur ses titres ou sur des produits dérivés y afférents. De manière identique à ce qui prévalait pour la régularisation de cours, et afin de ne pas «entraver le fonctionnement régulier du marché ni induire autrui en erreur», ce règlement pose une présomption de légitimité pour les rachats effectués par un seul intermédiaire par séance de bourse (sauf en période d'émission) dans une fourchette de prix comprise entre les deux cours extrêmes de la séance, et pour des volumes par séance inférieurs au quart de la moyenne des transactions quotidiennes constatées sur les mêmes périodes de référence que celles qui étaient prévues au règlement n° 90-04.

## 2. Une liberté des modes opératoires «à géométrie variable»

**11.** L'une des grandes souplesses apportées par la réforme réside dans l'alinéa 3 de l'article 217-2 qui dispose que l'acquisition, la cession ou le transfert des actions ainsi rachetées peut être effectué par tous moyens. Outre le fait que la société peut choisir (alors que cela demeure une obligation pour les opérations de réduction de capital d'un volume supérieur à 10 % du capital) de recourir à une offre publique de rachat selon la procédure simplifiée (article 5-3-2 du règlement général du CMF), cette disposition offre aux émetteurs la possibilité d'exploiter différentes techniques de rachat, et notamment des instruments financiers à terme.

**12. Acquisitions par des filiales ou sous-filiales.** On notera en premier lieu que, contrairement aux recommandations du rapport Esambert qui souhaitait voir interdire purement et simplement les rachats par une filiale ou une sous-filiale, la formulation de l'interdiction des rachats par une personne agissant pour le compte de la société n'a pas été modifiée par le nouveau texte. Le nouvel article 217-2, dispose que «*les achats d'actions par une personne [autre qu'un prestataire de services d'investissement ou un membre d'un marché réglementé] agissant pour le compte de la société sont interdits*». Il en ressort, certes, une prohibition des achats réalisés pour le compte de la société par un prête-nom (ce qui était déjà l'état du droit antérieur), mais pas l'interdiction expresse des acquisitions par une filiale ou une sous-filiale.

**13. Ramassage en bourse.** Dans la limite des contraintes posées par le règlement n° 98-03, les rachats peuvent tout d'abord s'effectuer par acquisitions des titres sur le marché «au fil de l'eau». On soulignera à ce propos que le règlement ne fait que poser une présomption de légitimité sur les interventions remplissant les critères visés ci-dessus, ce qui ne disqualifie pas systématiquement les autres ni ne fait, a contrario, peser sur elles une «présomption d'illégitimité». Ces dernières interventions ne bénéficieront simplement pas de la «garantie» offerte par le règlement (ce que les juristes anglo-saxons qualifient de *safe harbour provision*) et devront par conséquent, dans une hypothèse de contestation, être justifiées plus précisément.

**14. Négociations de blocs.** Les rachats peuvent également s'effectuer hors bourse par négociation de blocs. L'article 2 du règlement n° 98-02 impose que la note d'information du programme de rachat, soumise au visa de la Cob préalablement à la tenue de l'assemblée générale, indique la part maximale du programme réalisée par voie d'acquisition de blocs de titres (16). Le règlement n° 98-03 prévoit également expressément cette hypothèse, en précisant que ses dispositions relatives au volume maximum des rachats ne s'appliquent pas aux négociations de blocs de titres. Cette exception prévalait déjà dans la réglementation de la procédure de régularisation de cours, la limite de volume posée par le règlement n° 90-04 n'étant pas considérée par la Cob comme s'appliquant aux transactions hors bourse (17). Le volume du bloc et le prix de cession sont cependant loin d'être entièrement libéralisés. Son volume tout d'abord doit être au minimum égal au seuil fixé pour bénéficier de l'exception à la règle de centralisation des ordres de bourse prévue par l'article 45 de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996

(18). L'obligation de concentration, posée par cet article, supporte en effet deux exceptions dont l'une concerne les transactions remplissant «*les conditions définies par le règlement général du Conseil des marchés financiers (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*». La publication du Titre IV du règlement général du CMF, concernant les marchés réglementés, est venue compléter ce dispositif. L'article 4-1-32 du règlement général prévoit que, par exception à l'obligation de concentration, un investisseur peut demander au CMF que son ordre soit exécuté en dehors du marché si, lorsque la transaction porte sur des actions, elle dépasse en volume soit 7,5 millions d'euros soit 2 ou 5 % de la capitalisation boursière de l'émetteur concerné selon sa taille. C'est à ces nouveaux seuils, qui ont rendu caduque l'ancienne réglementation par le CMF et la SBF des «blocs structurants» (19), qu'il convient désormais de se référer. Quant au prix de cession, le règlement n° 98-03, afin d'éviter qu'un actionnaire soit indûment privilégié, prévoit de manière impérative qu'il ne soit pas supérieur au cours de bourse.

**15. Souscriptions de warrants.** Moins «directe», on peut également imaginer que l'intervention de la société se fasse par recours à des titres complexes tels que des bons d'option référencés sur ses titres (warrants). Si un tel instrument ne peut certes être émis que par un prestataire de services d'investissement (20), il est cependant envisageable qu'une telle entité, dans le cadre d'un placement privé réservé à la société, émette des bons d'option d'achat (*call warrants*) sur les actions de la société. Les principes généraux de la Cob et du CMF n'interdisent pas à une société cotée d'intervenir sur le marché des warrants portant sur ses propres actions. Ils autorisent même, implicitement, ces interventions en imposant dans leur article A III (3) que ces interventions s'effectuent dans le respect du règlement n° 90-04. Deux caractéristiques des bons d'options, tirées des mêmes principes généraux, semblent néanmoins susceptibles d'altérer la sécurité juridique de tels montages : la Cob et le CMF relèvent tout d'abord que les bons d'option sont généralement émis par des entités «indépendantes» de l'émetteur du sous-jacent, mais surtout qu'ils sont émis «*indépendamment de toute opération financière de l'émetteur du sous-jacent ou du groupe auquel il appartient*». Si une lecture libérale ne retiendrait qu'une interdiction d'appartenance de l'émetteur des bons et de celui du sous-jacent au même groupe, une interprétation littérale semble bien prohiber toute opération «dédiée». En outre, ces instruments émis par une entité distincte de la société ne pourraient (pour permettre à la société de réaliser les objectifs de son programme), que prendre la forme de bons d'options d'achat ; or pour des raisons sur lesquelles nous reviendrons en détail, la Cob recommande de ne pas recourir à ce type d'instruments.

**16. Les TPRS.** Les précédents américains, qui font autorité en cette matière, offrent également aux sociétés la possibilité de procéder aux rachats par divers engagements privés ou contrats optionnels (*tender puts* ou TPRS) auxquels le banquier Merrill Lynch a donné le nom commercial de SHARPS (*share repurchase puts*) et qui sont dénommés TSRRS (*transferable share repurchase right to sell*) par Morgan Stanley (21).

L'entreprise émet des TPRs qui sont distribués gratuitement à chaque actionnaire au prorata de sa participation, chaque TPR donne le droit à son porteur de livrer une action à un prix et durant une période fixés à l'avance. Ces droits sont négociables ou exerçables. Ces instruments ont inspiré en France plusieurs projets, alternatifs aux procédures d'OPRA, soumis à la Cob et dont le rapport Esambert fait état en proposant la reconnaissance légale des bons de rachat d'actions (BRAs). Ces BRAs ne font aujourd'hui en France l'objet d'aucune réglementation et n'ont pas, à ce jour été utilisés. Mais la Cob dans ses observations relatives à l'utilisation des produits dérivés dans le cadre des programmes de rachat d'actions (22), s'est explicitement prononcée sur leur faisabilité juridique en évoquant l'émission par les sociétés «d'options cotées». Une doctrine solide considère par ailleurs qu'en dépit de l'absence de disposition législative précise, leur émission (comme cela avait été le cas pour les valeurs mobilières composées avant la loi n° 85-1321 du 14 décembre 1985) est déjà possible, à la condition de respecter le principe d'égalité des actionnaires c'est-à-dire que leur remise soit gratuite et universelle à tous les actionnaires (23). La première émission de BRAs en France ne semble d'ailleurs devoir son retard qu'à la fiscalité pénalisante qui, en l'état de la législation fiscale, s'appliquerait aux rachats ainsi opérés.

**17. Les options cotées.** L'évocation de ces produits optionnels peut être complétée par la possibilité théorique offerte aux sociétés dont les titres constituent le sous-jacent d'un contrat «normé» sur un marché réglementé de prendre des positions acheteuses sur ce marché, dans la mesure où les caractéristiques du contrat (en termes de volume, de maturité et de dénouement notamment) sont adaptées à ses besoins et aux autorisations obtenues de l'assemblée générale. Il est intéressant à cet égard de constater que, si les principes généraux de la Cob et du CMF réglementaient les interventions des sociétés sur le marché des warrants référencés sur leur titre, il n'existait pas dans le règlement n° 90-04 de disposition équivalente pour les interventions sur le Monep. Le règlement n° 98-03 est venu combler ce vide, en précisant que ses dispositions s'appliquent désormais à toute intervention, directe ou par personne interposée, d'une société sur ses propres titres, «ou sur les instruments financiers dérivés [réglementé ou de gré à gré] du titre de capital».

**18.** Les marchés dérivés de gré à gré offrent naturellement une solution à toutes les autres sociétés ou aux problèmes posés par l'inadaptation éventuelle des contrats normés aux objectifs ou aux contraintes de la société «racheteuse».

### **3. Le cas particulier des options de gré à gré**

**19.** Les sociétés peuvent par la conclusion d'instruments financiers à terme, négociés bilatéralement avec leur contrepartie (produits dérivés de gré à gré), réaliser les objectifs de leur programme de rachat dans des conditions de conformité parfaite à leur spécificité.

**20. Structuration des options.** Il s'agit en général de produits relativement simples. Au lieu d'acquérir les titres sur le marché, la société vend des options de vente (*put options*) référencées sur ses propres actions et reçoit en contrepartie une prime. L'acheteur de l'option de vente, en général une banque, dispose alors du droit de vendre ces actions à la

société, pendant une période et à un prix d'exercice (*strike price*) convenus lors de la conclusion de l'opération. Le prix d'exercice est en général fixé en dessous du cours du titre le jour de conclusion de l'option qui est donc structurée en dehors de la monnaie (24). L'acheteur n'exercera l'option et ne livrera les titres que si l'option rentre dans la monnaie. Si cela se produit, il livrera les titres et la société payera le prix d'exercice, rachetant ainsi ses propres actions.

**21. Intérêt de ces produits.** Ces instruments offrent de très nombreux avantages par rapport aux rachats effectués «au fil de l'eau». Ils permettent tout d'abord à la société de fixer le prix d'exercice de l'option (c'est-à-dire le prix auquel elle rachètera ses titres) en dessous du cours de l'action le jour de conclusion de l'opération, alors que les rachats «directs» en bourse se font au cours du marché.

**22.** La société peut ensuite faire coïncider la date ou la période d'exercice de l'option avec celle d'une opération financière future pour laquelle elle aurait besoin de ses titres (par exemple, l'exercice de plans de *stocks options*) ou qui aurait un effet dilutif sur le capital (par exemple, l'échéance d'obligations convertibles).

**23.** Ces instruments permettent également à la société de retarder le moment des rachats et donc leur financement, elle peut ainsi lancer un programme de rachat sans mobiliser immédiatement sa trésorerie qui reste disponible pour d'autres arbitrages.

**24.** En outre, la gestion de sa couverture par l'acheteur de l'option de vente a pour effet, pendant toute la durée de l'option, de tasser la volatilité des titres et de soutenir le cours de bourse (25), ces instruments permettent donc une utilisation dynamique du rachat pour régularisation du cours.

**25.** Enfin, et cet élément est loin d'être négligeable, la vente d'options permet à la société d'encaisser des primes qui peuvent atteindre, dans des périodes d'instabilité boursière forte ou de grande volatilité des titres, des montants très significatifs (26). Or, la volatilité des marchés actions est aujourd'hui historiquement très forte, accentuée notamment par la création de l'Union monétaire et l'apparition de l'euro, et la compétition très serrée qui en résulte. Beaucoup d'investisseurs sont par conséquent acheteurs de produits leur permettant de se couvrir contre une baisse des cours, ce qui entraîne pour les banques plus d'opportunités de prendre des positions longues sur des options de vente avec les sociétés émettrices de ces titres.

**26.** Certains opérateurs ont ainsi souligné que ces instruments sont «toujours gagnants» pour les sociétés (*win win transactions*). En effet, si le cours de l'action reste haut et que l'option n'est pas exercée, la société gagne l'intégralité du montant des primes encaissées. Inversement, si le cours baisse et que l'option est exercée, la société rachète ses actions à un cours inférieur au cours initial (27). Toute société confiante dans sa croissance devrait ainsi pouvoir sans difficultés vendre des options de vente référencées sur ses titres.

**27.** A ce jour la plupart des opérations de rachat se sont effectuées par ramassage en bourse, mais ces solutions alternatives se développent et la clarification récente de leur environnement réglementaire par la Cob permet leur utilisation

sécurisée d'un point de vue juridique. Ainsi, plusieurs sociétés y ont déjà eu recours et la majorité des notes d'information désormais établies en vue de la mise en œuvre d'un programme de rachat prévoient cette modalité (28), certaines font même état de leurs opérations en cours (29). Le plus souvent le montant total de ces options représente entre 10 et 20 % du montant total du programme.

**28. La mesure de la volatilité.** Comme nous le soulignons, ces instruments permettent aux sociétés, dans un contexte d'instabilité boursière, de négocier au prix fort la volatilité de leur titre. L'un des traits marquants des options réside en effet dans les caractéristiques de leurs variations par rapport à celles de l'actif sous-jacent sur lequel elles portent. Plus le sous-jacent est volatile, plus, à maturité égale, le prix de l'option est élevé, et plus la prime encaissée par la société est importante. Or, la volatilité future d'un instrument ne peut être que statistique, historique ou induite. Elle est le seul élément, susceptible d'affecter le montant de la prime, qui n'est pas directement disponible sur le marché au moment de la conclusion de l'opération. Son estimation constitue donc l'une des tâches les plus complexes du *pricing* de l'option. Les gestionnaires de portefeuille d'options utilisent pour cela un certain nombre d'instruments, dont les trois principaux sont appelés Delta, Gamma et Vega. Ces instruments sont les mêmes qui servent à un opérateur pour déterminer quotidiennement le niveau de couverture de sa position.

**29. Delta.** Le Delta est la mesure, exprimée en pourcentage, de la sensibilité d'une option à l'actif sous-jacent sur lequel elle est référencée. C'est le changement occasionné sur le prix de l'option par une modification d'un euro du cours du sous-jacent. Le Delta est de 0 % lorsque l'option est largement en dehors de la monnaie, parce qu'une variation d'un euro dans la valeur du sous-jacent demeure à ce stade peu susceptible de ramener l'option dans la monnaie et donc de lui donner une quelconque valeur. Inversement, le Delta est égal à 100 % lorsque l'option est largement dans la monnaie, parce qu'à ce stade, l'option est certaine d'être exercée, elle n'a plus de valeur temps et se comporte donc comme le sous-jacent lui-même. Quand une option est à la monnaie, ses chances d'exercice sont de 50/50, le Delta est donc égal à 50 %. En mesurant la probabilité qu'une option soit exercée, le Delta permet donc au prestataire, contrepartie de la société, de déterminer l'exposition induite par sa position optionnelle et l'ampleur de la couverture à mettre en place. La contrepartie ayant acquis une option de vente auprès de la société, devra, en cas d'exercice de l'option (l'option sera dans la monnaie, si le cours de l'action est inférieur au prix d'exercice), livrer les actions contre paiement du prix. Plus le cours de l'action chute, plus l'option est dans la monnaie, et donc plus la contrepartie devra acquérir de titres pour couvrir l'exercice. Inversement, plus le cours de l'action monte, plus l'option est en dehors de la monnaie, plus la contrepartie vendra de titres puisque l'option est moins susceptible d'être exercée. On le voit, la contrepartie intervenant systématiquement en contre tendance, la vente d'options de vente sur ses titres a donc pour effet induit de permettre à une société de réguler son cours et d'écraser la volatilité de son action. A l'inverse, l'achat par la société d'options d'achat de ses actions aurait un effet amplificateur de la volatilité. Une option d'achat est en effet dans la monnaie lorsque le cours du sous-jacent est supérieur à son prix d'exercice. Plus le cours monte, plus l'option est dans la monnaie, plus le Delta aug-

mente, et donc, plus la contrepartie (sur qui pèse l'obligation de livrer les titres) doit acquérir de titres pour se couvrir. Inversement, plus le cours baisse, plus l'option est en dehors de la monnaie, plus le Delta diminue, et donc, plus la contrepartie se déleste des titres et allège sa couverture. La contrepartie, dans cette hypothèse, agit toujours – à la baisse comme à la hausse – dans le même sens que le marché.

**30. Gamma.** La stabilité du Delta lui-même, par rapport à la même variation du cours du sous-jacent (un euro), est mesurée par le Gamma. Plus le Delta change rapidement après une modification du cours, plus le Gamma de l'option est haut. Si l'option est très largement en dehors de la monnaie, nous avons vu que le Delta ne changeait pas lors d'une variation d'un euro du cours du sous-jacent, le Gamma est donc faible. De la même manière, lorsque l'option est très largement dans la monnaie, elle se comporte comme l'actif lui-même et le Delta ne change donc pas lors des variations de cours, le Gamma de l'option est donc également faible. Le Gamma est au plus haut, lorsque l'option est à la monnaie *forward*, c'est-à-dire au moment où le Delta peut changer le plus rapidement. Un Gamma fort signifie donc que la couverture devra être ajustée plus fréquemment et dans des quantités plus importantes en cas de fortes variations sur le titre, la couverture du Delta d'une option dont le Gamma est fort aura donc tendance à coûter plus cher.

**31. Vega.** La dernière des mesures que nous évoquerons ici est le Vega (ou Kappa). Elle mesure le changement occasionné sur le prix de l'option par une modification de 1 % de la volatilité du cours de son sous-jacent. Comme on l'a souligné, plus le sous-jacent est volatile, plus chère sera l'option référencée sur lui. Une telle option a tout simplement plus de chance de tourner à la faveur de l'acheteur pendant la période d'exercice, qu'une option dont le sous-jacent est stable et qui passe en dehors de la monnaie. Si une option est largement en dehors de, ou largement dans la monnaie, une telle variation de la volatilité du sous-jacent ne signifie pas grand chose, alors qu'elle peut avoir des effets considérables sur une option à long terme qui est à, ou dans la monnaie.

**32.** L'utilisation de ces instruments pour déterminer l'ampleur de la couverture requise par ses positions conduit donc le prestataire, contrepartie de la société «racheteuse», à intervenir (parfois massivement compte tenu des montants des options) sur le marché des titres de la société. Dans quelle mesure ses interventions, qui ne sont pas strictement indispensables à la conclusion des options mais qu'il est irréaliste, compte tenu de la pratique de marché, de considérer comme quantité négligeable, sont-elles prises en compte dans la réglementation générale des rachats d'actions ?

## II Les observations de la Cob sur les options négociées de gré à gré

**33.** Nous avons vu que l'article 217-2 de la loi 1966 précise que l'achat des actions peut être effectué «par tous moyens» et qu'aucune disposition légale n'interdit expressément la vente ou l'achat d'options par un émetteur sur son propre titre de capital. Cette très grande liberté de moyens laissée aux sociétés pour mettre en œuvre leur programme de rachat

a conduit plusieurs prestataires de services d'investissement à solliciter de la Cob qu'elle prenne une position formelle sur l'utilisation de ces options de gré à gré. La Cob a donc rendu publiques, en mars dernier, ses observations sur l'utilisation de produits dérivés pour réaliser partiellement les objectifs d'un programme de rachat d'actions (30). Cette clarification rapide apportée par la Cob sur ces questions mérite d'autant plus d'être saluée qu'elle donne un réel avantage à la place de Paris dans un contexte réglementaire concurrentiel et alors que chez plusieurs de nos voisins d'Europe continentale, notamment l'Allemagne qui a également récemment réformé sa législation sur le rachat d'actions, il n'est pour l'heure pas possible d'utiliser ces instruments dans des conditions de sécurité juridique satisfaisantes.

**34.** La Cob dans ses observations énonce tout d'abord un principe : cette très grande liberté de moyens doit nécessairement trouver une limite dans le principe de l'égalité de traitement des actionnaires et dans le respect des règles sur la manipulation de cours. Elle en extrait ensuite les grandes problématiques que pose le recours à ces produits : quels instruments sont autorisés et avec qui la société peut-elle les conclure ; le règlement n° 98-03 s'applique-t-il aux interventions des contreparties de la société sur les titres ; et quelles contraintes imposer aux modalités juridiques et financières de ces produits ?

### **1. Les instruments financiers à terme de gré à gré autorisés et le statut juridique de la contrepartie**

**35. Les autorisations sociales.** Le recours aux produits dérivés doit tout d'abord avoir été expressément autorisé lors de l'établissement du programme. L'autorisation de rachat est de la compétence de l'assemblée générale ordinaire des actionnaires puisqu'elle n'entraîne pas de modification des statuts. L'article 217-2 de la loi de 1966 précise en outre que l'assemblée générale doit définir les finalités et les modalités de l'opération, ainsi que son plafond et son calendrier. Comme nous l'avons souligné, en application du règlement n° 98-02 de la Cob, une note d'information, visée par la Cob, doit être mise à la disposition des actionnaires ou publiée dans la presse, au moins quinze jours avant l'assemblée générale. L'une des rubriques obligatoires de cette note d'information concerne les modalités de financement du programme et regroupe quatre types d'information relatifs à (i) la part maximale de capital à acquérir (en pourcentage du capital traduit en nombre de titres à cette date) ; (ii) les modalités de rachat ; (iii) la durée et le calendrier du programme (maximum dix-huit mois) ; et (iv) le financement du programme (ressources propres ou endettement). Dans l'hypothèse où la société souhaiterait recourir à des instruments financiers à terme, cette possibilité devra impérativement être mentionnée ici. La décision de l'assemblée générale qui autorise le conseil d'administration ou le directoire à racheter des actions devra ensuite, soit reprendre ces dispositions, soit se référer à la note d'information pour indiquer les finalités et les modalités de l'opération.

**36. Le statut de la contrepartie.** Aucune disposition légale n'empêche la société de conclure des options sur ses actions avec un ou plusieurs de ses actionnaires, mais contrairement

aux rachats directs sur le marché, cette modalité est susceptible de distordre l'égalité de traitement des actionnaires. Le ramassage des actions en bourse ne contrevient pas au principe de l'égalité de traitement des actionnaires dans la mesure où le marché fait écran. Comme le souligne la Cob dans ses observations, «*l'émetteur ne connaît pas ses contreparties, les vendeurs de titres ne savent pas qu'ils vendent à l'émetteur et chacun est libre d'intervenir à tout instant sur le marché, que l'émetteur y soit présent ou non*». A l'inverse, la vente de gré à gré d'options de vente sur ses propres titres, méconnaît ce principe d'égalité puisque la société permet à un actionnaire qu'elle choisit, de lui céder ses titres, à une date d'exercice convenue et à un prix prédéterminé, a priori différent du cours à cette date, et a priori supérieur à ce cours. Le respect de ce principe d'égalité de traitement conduit la Cob à imposer que l'acheteur des options vendues par la société soit exclusivement un prestataire de services d'investissement n'agissant pas en qualité d'actionnaire. Ainsi, la liberté de fixation du prix d'exercice des options de gré à gré, distingue ces instruments d'autres opérations, pourtant elles aussi conclues de gré à gré avec un actionnaire, mais qui ne heurtent pas ce principe d'égalité des actionnaires : les cessions de blocs. La raison en est que, pour ces dernières, l'égalité des actionnaires est assurée par le biais de l'article 7 du règlement n° 98-03 qui interdit que les rachats par cessions de blocs s'effectuent à un prix supérieur au cours du marché.

**37. Le monopole de l'article 21 de la loi MAF.** Rappelons à cette occasion que la législation sur le monopole des prestataires de services d'investissement est susceptible d'avoir également un impact sur le statut juridique de la contrepartie. En effet, les contrats optionnels sont des instruments financiers au sens de l'article 1<sup>er</sup> de la loi MAF, et les activités d'exécution pour compte de tiers ou de négociation pour compte propre (31), d'instruments financiers sont des services d'investissement au sens de la loi MAF (32). Or, l'article 21 de la loi pose un monopole général en disposant qu'*«il est interdit à toute personne autre qu'un prestataire de services d'investissement [c'est-à-dire un établissement de crédit ou une entreprise d'investissement dûment agréé en France ou bénéficiant de la procédure dite du passeport européen] de fournir à des tiers des services d'investissement, à titre de profession habituelle*». En se portant, plus d'une fois, contrepartie d'une société pour une telle opération, une entité rendrait donc un service d'investissement en France pour lequel elle doit être agréée.

### **2. L'application du règlement n° 98-03 aux options de gré à gré et aux contreparties de la société**

**38.** Dans ses observations, la Cob valide expressément l'utilisation de produits dérivés de gré à gré pour réaliser les objectifs d'un programme de rachat. Elle n'en encadre pas moins de manière relativement stricte cette utilisation. Le fondement textuel de cet encadrement se trouve à l'article 6 du règlement n° 98-03 qui prévoit que les dispositions de ce dernier sont applicables aux interventions d'une société agissant directement ou par personnes interposées, sur ses titres ou sur des instruments financiers dérivés de son titre de capital. A deux égards, nous sommes donc, pour la Cob, dans le cas d'école. Tout d'abord, les positions optionnelles de la société sont elles-mêmes des interventions directes sur produits dérivés référencés sur son action. D'autre part, les interventions

du prestataire pour constituer et gérer la couverture de sa position optionnelle, puis, à l'échéance, éventuellement livrer les titres, sont assimilés à des interventions par personne interposée sur les actions. En d'autres termes, les présomptions de légitimité des interventions d'un émetteur sur ses titres doivent, dans cette hypothèse, être respectées par les deux contreparties.

**39.** Une telle solution n'avait pourtant rien d'évident. Une première interprétation des dispositions de l'article 6 du règlement n° 98-03 conduit à ne considérer comme personne interposée que celle agissant en qualité de mandataire ou de prête-nom de la société. Certes, soumettre les positions directes prises par l'émetteur sur des produits dérivés de son titre aux présomptions de légitimité du règlement, n'a rien d'anormal : c'est même faire une application littérale du texte. En revanche soumettre à ces mêmes règles les interventions de la contrepartie sur les titres revient à déduire d'une simple pratique du marché, et en l'absence de toute qualification juridique, des effets très lourds de conséquences. La constitution et la gestion de sa couverture par le prestataire pendant la durée de vie de l'option n'est pas une condition de validité de l'option ni une de ses caractéristiques juridiques ; on pourrait à l'extrême dire qu'elle n'est simplement qu'un comportement statistiquement répandu sur ces marchés. Telle n'est cependant pas l'interprétation qui, à notre sens, doit prévaloir. L'objet de cette réglementation étant d'assurer le fonctionnement régulier du marché des titres de la société et d'éviter les opérations propres à induire autrui en erreur, la Cob est justifiée à considérer que la société ne peut prétendre ignorer les interventions réalisées par des tiers ayant traité avec elle, certes pour leur propre compte, mais qui sont la conséquence nécessaire des opérations convenues avec lui. Or, s'il est loisible à un établissement ayant conclu une option avec l'émetteur de ne pas constituer de couverture et d'assumer pleinement le risque lié à l'option, on l'a vu, le mode de gestion usuel de ces opérations le conduira plus vraisemblablement à constituer sur le marché une couverture titres initiale qui sera ajustée pendant la durée de l'option en fonction des évolutions du cours de l'action sous-jacente. Dans ces conditions, même si ces opérations sont réalisées par l'établissement sur le marché pour son propre compte (c'est-à-dire la couverture prudente de sa position optionnelle), elles sont une conséquence sinon nécessaire, du moins hautement probable de la conclusion de l'option (que celle-ci stipule la livraison physique ou le simple règlement d'une différence de cours) et la société ne peut en faire abstraction.

**40.** Ainsi, la société devra tenir compte, dans le cadre de la réglementation de ses propres interventions, des conséquences probables de la vente des options de vente au prestataire. Plus généralement, toutes interventions sur les titres induites par la conclusion des options ne devront pas avoir pour objet d'entraver le fonctionnement régulier du marché ou d'induire autrui en erreur. Les options devront, en conséquence, être conçues de telle manière que la société ne puisse se voir reprocher de tels effets. Pour s'en assurer, les contreparties sont donc invitées par la Cob à se conformer aux présomptions de légitimité posées par le règlement n° 98-03 et interprétées pour l'espèce dans ses observations. Comme nous l'avons déjà souligné, ces conditions ne constituent toutefois pas des exigences absolues, et les options qui ne les respecteraient pas ne doivent pas

nécessairement être considérées comme violant la réglementation. Il appartiendra seulement à la société de justifier plus précisément que ces interventions n'avaient pas pour objet d'entraver le fonctionnement régulier du marché ou d'induire autrui en erreur.

### **3. Modalités des options et présomptions de légitimité**

**41.** On peut donc schématiquement considérer que l'objet des observations de la Cob est de mettre à la charge des contreparties d'options, le même type de contraintes que celles pesant sur les émetteurs lors de leurs interventions directes sur le marché de leurs actions. Appliquées au cas particulier des produits dérivés, les présomptions de légitimité du règlement n° 98-03 se traduisent en diverses recommandations de la Cob concernant la nature même de ces instruments, leur montant, leurs prix et période d'exercice et leur mode de dénouement.

**42. Nature des instruments.** La Cob souhaite tout d'abord que la société rachetant ses actions, vende des options de vente plutôt que d'acheter des options d'achat. La méfiance à l'égard de ces dernières se justifie par les effets qu'elles produisent sur la volatilité du sous-jacent. Nous avons déjà évoqué cette question plus haut et ne reviendrons donc pas dessus ici (33). On notera simplement que cette interdiction n'est pas formulée dans des termes définitifs puisque la Cob ne fait qu'indiquer qu'elle «*demeure réservée*» quant à leur utilisation.

**43. Volume des opérations.** Les options ne doivent en aucun cas conduire la société à dépasser le volume maximal de rachat autorisé par l'assemblée générale. La Cob tire de cette condition de volume deux conséquences pratiques.

**44.** Tout d'abord, les différents engagements cumulés pris par la société ne peuvent pas la conduire à se trouver détenir à aucun moment plus de 10 % de son capital. En ce qui concerne spécifiquement les options, même si leur exercice est par définition aléatoire, et qu'elles ne sont pas nécessairement exercées à leur échéance, la société ne peut donc, à notre avis, en vendre pour un montant cumulé supérieur aux actions qu'elle a été autorisée à racheter par l'assemblée générale. La réglementation présente à cet égard une certaine rigidité. En effet, la logique voudrait que le plafond de 10 % ne soit comparé qu'aux nombres d'actions effectivement acquises à la fin du programme. Or, le règlement Cob n° 98-02 impose aux sociétés de faire figurer dans leur note d'information relative au programme le nombre exact de titres à racheter. De sorte que, si dans l'intervalle de nouveaux titres ont été créés, la fraction effectivement rachetée sera inférieure aux 10 % (34).

**45.** La question de la comptabilisation des titres d'autocontrôle (c'est-à-dire les titres de la société détenus par des sous-filiales) dans la limite de ces 10 %, et donc dans celle du nombre d'actions maximum que la société peut racheter dans le cadre de son programme, est délicate. L'autonomie des filiales a été largement discutée et a permis ces «*montages anachroniques*» dénoncés par le rapport Esambert (35). On peut s'interroger avec certains commentateurs sur le maintien de ce dogme, en soulignant que ne pas prendre en compte les

actions d'autocontrôle reviendrait à nier la réalité économique du groupe, qui pour les sociétés cotées (parfois sociétés *holding*) est déterminante pour les investisseurs (36). Il reste que le fondement juridique de l'autonomie est solide et que l'absence d'une interdiction expresse de ces montages dans la loi DDOEF 1998 invite plutôt à penser que cette comptabilisation ne s'impose pas. Il est regrettable de ce point de vue que les visas de la Cob sur les notes d'information de programmes ne reflètent pas une pratique uniforme. Ainsi, alors que les premières notes d'information ne faisaient pas état des titres d'autocontrôle, la pratique plus récente de la Cob semble imposer qu'il en soit fait mention (37).

**46.** Ensuite, les opérations ne doivent pas être susceptibles d'engendrer, compte tenu des anticipations possibles, des volumes d'intervention en couverture sur le marché du titre supérieurs au quart du volume moyen des transactions quotidiennes constatées sur une période de référence variable en fonction du mode de cotation des titres (en continu ou au *fixing*), soit le volume de la présomption de légitimité des interventions de l'émetteur défini à l'article 7 du règlement n° 98-03. Pour les raisons que nous avons déjà indiquées, les interventions réalisées sur le marché par des prestataires constituant ou gérant la couverture de leurs positions optionnelles doivent respecter cette contrainte. Le prestataire devra donc déterminer avec la société les modalités de son opération d'option (en particulier le nombre d'options et le prix d'exercice) de telle sorte que, sur la base de prévisions raisonnables des conditions de marché pendant la durée de l'option, l'institution ne soit à aucun moment amenée à effectuer des interventions représentant un volume excédant les 25 % de la moyenne de transactions quotidiennes constatées sur la période de référence applicable. Bien entendu, dans le cas où plusieurs intermédiaires traiteraient des produits dérivés avec la société, cette appréciation devra être faite de manière globale. Enfin, cette limite doit également tenir compte des éventuelles interventions directes envisagées par l'émetteur sur le marché. Il nous semble donc souhaitable d'inclure dans la documentation contractuelle relative à ces opérations d'option des stipulations précisant les responsabilités respectives des parties en ce qui concerne le respect des contraintes posées par cette réglementation.

**47.** Un élément néanmoins important de la détermination de cette limite mérite d'être soulevé. La Cob dans ses observations indique que les options vendues ne doivent pas être susceptibles d'engendrer, «*compte tenu des anticipations possibles*», des volumes d'intervention en couverture sur le marché du titre supérieurs au quart du volume quotidien moyen des transactions sur la période de référence. Or cette précision est absente de l'article 7 du règlement n° 98-03 sur les interventions de l'émetteur. Il nous semble possible d'en déduire une flexibilité accrue des interventions sur le marché effectuées par des contreparties d'options par rapport aux interventions directes de l'émetteur. Si au cours de la vie de l'option, le cours du titre cesse de se comporter de manière conforme à sa volatilité historique, telle que déterminée au moment de la conclusion de l'option, ou si, dans une période d'agitation boursière forte, les conditions de marché ne sont plus «normales» ; il faut considérer que le prestataire est libéré des contraintes de volumes posées par le règlement n° 98-03 qui ne s'appliquent que dans des conditions normales

de marché. Le prestataire peut donc ajuster sa couverture dans toute l'ampleur requise par les mouvements du titre. Ainsi, dans l'hypothèse (théorique) d'un titre perdant 40 % de sa valeur en une séance, des options de vente consenties préalablement, à un prix d'exercice un peu inférieur au cours, plongeront fortement dans la monnaie, et conduiraient logiquement le prestataire à acquérir un nombre de titres important nécessaire à la couverture du nouveau Delta de l'opération. Il semble que rien ne doive l'en empêcher. Il nous semble même que malgré l'absence de précision textuelle dans le règlement n° 98-03 cette liberté de se dégager de ces contraintes de volumes devrait même, dans des circonstances similaires, pouvoir être reconnue aux sociétés elles-mêmes pour leurs interventions directes sur le marché ; en effet, le règlement n° 98-03 ne fait que poser une présomption de légitimité sur les interventions contenues dans ces limites de volumes, ce qui, encore une fois, ne rend pas systématiquement illégitime toute intervention ne s'y conformant pas.

**48. L'échéance des options.** La fixation du prix d'exercice des options donne un signal fort au marché : c'est à, ou proche de, ce niveau que la société fixe le «juste» cours de son titre à cette date. Le risque de convergence, après ce signal, du cours de l'action vers le prix d'exercice des options est donc réel. La société pourrait ainsi chercher à influencer sur le cours de son titre, indépendamment de ses fondamentaux. Pour cette raison, la Cob recommande que les options soient conclues pour une période minimale de trois mois. L'échéance des options ne doit, par ailleurs, pas intervenir postérieurement à l'issue du programme de rachat décidé par l'assemblée générale, ni pendant la période de quinze jours précédant la publication des comptes. On en déduira que la Cob n'autorise que les options de type européen ou asiatique, c'est-à-dire ne pouvant être exercées qu'à leur maturité ou à certaines dates ou périodes convenues entre les parties lors de la conclusion ; mais prohibe les options américaines exerçables chaque jour ouvré à partir de leur conclusion. Mentionnons enfin, pour information, qu'en ce qui concerne les «options cotées» (visées par la Cob dans ses observations et qui, nous l'avons vu, semble se référer aux futurs BRAS du rapport Esambert), la Cob recommande pour les mêmes risques d'entrave au fonctionnement régulier du marché, une extension de leur maturité à six mois.

**49. Le prix d'exercice des options (*strike price*).** Evitons ici une confusion. La deuxième condition d'application de la présomption de légitimité posée par le règlement n° 98-03 concerne le prix d'exécution des interventions qui «*ne peuvent être réalisées à un prix supérieur au cours de bourse quand les transactions sont réalisées par cession de blocs*» et «*doivent être situées à l'intérieur de la fourchette définie par le cours le plus bas et le cours le plus élevé atteints au cours de la séance de bourse*». Cette condition de prix a également pour objet d'assurer l'égalité des actionnaires en évitant que l'un d'entre eux soit privilégié lors d'un rachat. Mais elle ne pose pas de contrainte particulière pour les produits dérivés et ne s'applique qu'aux interventions des sociétés elles-mêmes sur le marché ou de gré à gré par négociation de bloc. En effet, les interventions des prestataires gérant la couverture de leurs positions optionnelles s'effectuent dans le marché, par hypothèse, au cours qui prévaut au moment de ces interventions. Et, en ce qui concerne les options

elles-mêmes, leur prix d'exercice est fixé lors de la conclusion de l'opération, par référence au cours du sous-jacent à cette date, et non à celui de la date d'exercice. Ce prix d'exercice, qui est le prix auquel la société acquerra éventuellement les actions à l'échéance de l'option doit bien entendu s'inscrire à l'intérieur de la fourchette de prix définie par l'assemblée générale des actionnaires pour les opérations de rachats des titres. Mais, les interventions des contreparties, pour constituer leur couverture initiale et ajuster cette couverture en fonction des évolutions du cours, ne sont pas tenues de respecter ces fourchettes de prix fixées par l'assemblée générale.

**50. L'unicité d'intermédiaire.** Une condition supplémentaire d'application de la présomption de légitimité des interventions consiste en ce qu'elles doivent être effectuées «*par un seul intermédiaire par séance de bourse, sauf pendant la période située entre l'annonce d'une émission et un mois après la cotation des titres émis lorsqu'elles sont faites en vue d'assurer la bonne fin de ces émissions.*» Cette condition vise principalement à permettre le contrôle des volumes d'intervention de la société sur ses propres titres. Là encore le champ d'application naturel de cette condition est limité aux interventions directes de la société sur le marché de son titre. En revanche, les interventions du prestataire sur le marché destinées à la constitution et à la gestion de la couverture de sa position optionnelle ne nous semblent pas devoir remplir cette condition. Exiger le contraire reviendrait à interdire à la société toute intervention directe sur le marché dès lors qu'elle a eu recours aux produits dérivés et l'obliger à n'avoir recours qu'à une seule institution pour contracter de tels produits, dès lors que chaque institution sera amenée à intervenir quotidiennement sur le marché pour gérer sa propre couverture. Comme nous l'avons souligné, si la société choisit d'avoir recours à plusieurs prestataires pour traiter des options avec elle, les contraintes de volume d'intervention devront être appliquées globalement si bien que la marge de manœuvre de chaque institution se trouvera réduite. Dans un but de meilleure transparence, il nous semble dès lors souhaitable que le ou les prestataires ayant conclu des options avec la société s'abstiennent de multiplier les sociétés de bourse qu'ils utilisent pour réaliser leurs opérations de couverture et traitent chacun toutes leurs opérations avec une seule société de bourse.

**51. Modalités de débordement.** Une option négociée de gré à gré peut, selon l'accord des parties lors de sa conclusion, être débouclée, lors de son exercice par l'acheteur, de deux manières : soit physiquement, par livraison de la quantité convenue du sous-jacent contre paiement du prix d'exercice ; soit par paiement d'un différentiel égal à la différence (si elle est positive pour une option d'achat, et si elle est négative pour une option de vente) entre le cours du sous-jacent le jour d'exercice et le prix d'exercice. La Cob dans ses observations, interdit expressément le recours aux options dénouées par paiement d'un différentiel (*cash settlement*). Elle considère en effet que la vente d'options référencées sur ses actions n'est autorisée à la société que pour lui permettre de réaliser les objectifs de son programme. Or, seul un débouclement de l'opération par livraison physique du sous-jacent contre paiement du prix d'exercice, est susceptible de permettre à la société d'acquiescer éventuellement ses actions à l'échéance. Autoriser les options dénouées par le

paiement d'un différentiel, reviendrait pour la Cob à autoriser la société à spéculer sur le cours de bourse de ses actions et entrerait, ce faisant, en contradiction avec l'interdiction faite aux émetteurs d'intervenir en faussant le marché de leurs titres.

**52. Les périodes d'abstention.** La Cob, dans son règlement n° 90-04, imposait à l'émetteur qui souhaitait régulariser le cours de ses titres, d'intervenir en contre-tendance, ce qui avait pour effet d'atténuer le risque de comportement d'initié. Le règlement n° 98-03 abandonne cette contrainte mais définit des périodes d'abstention correspondant à celles pendant lesquelles l'entreprise dispose d'informations privilégiées et devra s'abstenir de toute intervention sur ses titres. Il s'agit tout d'abord des quinze jours précédant la date à laquelle ses comptes sont consolidés, ou à défaut, ses comptes annuels sont publiés ; et de la période comprise entre la date à laquelle elle a connaissance d'une information qui, si elle était rendue publique, pourrait avoir une influence significative, sur le cours de son action, à la date où cette information est rendue publique. L'application de ces périodes aux contreparties d'options se révèle problématique. Le prestataire, en effet, gère seul la couverture de sa position, en général sur des bases mathématiques ou statistiques (38). Le fait que concomitamment, la société dispose d'informations privilégiées n'a pas d'incidence sur les opérations. Nous partageons l'opinion qu'il serait excessif d'exiger du prestataire qu'il «*interrompe son programme d'opérations, même initié en dehors de toute période sensible, avec tous les problèmes que pose l'interruption de la gestion d'une couverture*» (39). On ne peut que souhaiter une clarification de cette question.

**53. L'information du public.** Enfin, l'émetteur est soumis aux obligations d'information a posteriori prévues par l'article 217-2 de la loi de 1966, aux termes duquel il «*informe chaque mois le Conseil des marchés financiers des achats, cessions, transferts et annulations réalisés. Le Conseil des marchés financiers porte cette information à la connaissance du public*». En outre, l'article 5 du règlement Cob n° 98-02 exige que «*les émetteurs déclarent à la Commission des opérations de bourse le nombre et les caractéristiques des titres annulés ainsi que la date d'effet de l'annulation*». Précisons que ces déclarations mensuelles ne concernent que les actions achetées et que par conséquent en ce qui concerne les produits dérivés, ce n'est que lors de leur exercice éventuel que ces déclarations s'imposent et en aucun cas au moment de leur conclusion.

**54. Les contraintes de l'obligation de concentration.** Le dernier élément soulevé par la Cob dans ses observations dépasse largement le seul contexte des rachats d'actions. Il concerne la question délicate du débouclement des instruments financiers à terme par livraison physique d'un sous-jacent coté, à un prix par définition différent de son cours de bourse le jour de livraison. Cette modalité enfreint-elle l'obligation de concentration posée par l'article 45 de la loi MAF ? En imposant que les options de vente vendues de gré à gré par la société sur ses propres titres soient dénouées par livraison physique du sous-jacent, et en qualifiant la convention passée entre la société et sa contrepartie de «*convention complexe*», la Cob soulève une polémique doctrinale très lourde de conséquences pratiques et semble relancer un débat qui paraissait avoir été clos par la publication de la loi MAF. L'examen de cette problématique et de la position de la Cob fera l'objet de la troisième partie de cette étude. ■

(1) En 1984, la totalité des programmes de rachat d'actions réalisés aux Etats-Unis représentait moins de 10 milliards de dollars ; douze ans plus tard, en 1996, les 1 500 opérations effectuées dans l'année représentaient un montant cumulé de 150 milliards de dollars, soit quinze fois plus.

(2) Certaines sociétés ne motivent leur programme de rachat que par le niveau bas du cours de leur action sous-valorisant la société (cf. pour un exemple le communiqué de presse du conseil d'administration d'Alcatel du 21 septembre 1998 - [www.alcatel.com/press/](http://www.alcatel.com/press/)).

(3) Deuxième directive du Conseil du 13 décembre 1976 tendant à coordonner pour les rendre équivalentes les garanties qui sont exigées dans les Etats membres au sens de l'article 58 deuxième alinéa du traité, en vue de la protection des intérêts tant des associés que des tiers, en ce qui concerne la constitution de la société anonyme ainsi que la maintien et les modifications de son capital (77/91/CEE), *JO des Communautés européennes* 31.01.1977 n° L.26/1.

(4) Règlement Cob n° 90-04 relatif à l'établissement des cours homologués par arrêté du 5 juillet 1990, *JO* du 20 juillet 1990.

(5) *Rapport de la Commission* au Président de la République pour l'année 1996, p. 87.

(6) Alain Couret «Le rachat par une société de ses propres actions comme technique financière», *Banque & Droit* n° 53 mai-juin 1997.

(7) *Rapport de la Commission* au Président de la République pour l'année 1995, p. 39-40.

(8) *La Documentation française* 1996, p. 60 et s.

(9) «Le rachat par les sociétés de leurs propres actions», Mission de réflexion menée par Bernard Esambert à la demande de Michel Prada le président de la Commission des opérations de bourse, janvier 1998, Cob.

(10) Loi n° 98-546 du 2 juillet 1998, *JO* 3 juillet 1998, dite loi DDOEEF 1998.

(11) Pour une présentation plus complète de la réforme, cf. V. Viandier «Le rachat d'actions après la loi n° 98-546 du 2 juillet 1998», *RJDA* 7/1998, chron. 590 ; A. Couret et J.-Y. Mercier «Le nouveau régime du rachat par une société de ses propres actions», *Banque & Droit* n° 61, septembre-octobre 1998 ; M.-C. de Nayer «Le rachat d'actions», *Bull. Joly Bourse et produits financiers*, septembre-octobre 1998, 597 ; *Rapport de l'ANSA* n° 2978 «L'achat par une société de ses propres actions» décembre 1998.

(12) Règlement Cob n° 98-02 homologué par arrêté du 21 août 1998, *JO* 6 septembre 1998, 13622.

(13) Témoin incontestable du succès de la réforme, la Cob aurait à l'heure où nous écrivons visé plus de 200 programmes, dont plus de 150 depuis le 1<sup>er</sup> janvier.

(14) Règlement Cob n° 98-03 homologué par arrêté du 21 août 1998, *JO* 6 septembre 1998, 13622.

(15) Cf. § 4 supra.

(16) Comme l'a très justement souligné M.-C. de Nayer (op. cit.) «il est vraisemblable que la plupart des sociétés voudront se doter de la souplesse maximale et se réserveront la possibilité de faire la totalité du programme sous forme de blocs» [ce qui plus généralement concoure au risque] «de voir se multiplier des notes d'information plus ou moins standardisées, cherchant à couvrir tous le spectre des possibles».

(17) «Il ne doit pas être tenu compte [pour la détermination du volume de référence du règlement n° 90-04] des transactions hors bourse qui, par définition, sont sans effet sur le cours» (!) *Bulletin Cob* n° 247, mai 1991 (p. 14).

(18) Loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières (dite Loi MAF).

(19) B. Gizard, «De l'obligation d'exécuter un ordre sur un marché réglementé : la mise en œuvre de l'article 45 de la loi MAF (suite)», *Revue CMF* n° 6 mars 1998 (p. 19).

(20) Cf. principes généraux de la Cob et le CMF relatifs aux warrants et aux titres de créance complexes, publiés le 3 novembre 1998.

(21) Cf. l'étude très complète de Jacques Hamon «Le rachat d'actions : une politique de valorisation des actions ?» *Cahier de recherche CEREG* n° 9802 de novembre 1997 (Université Dauphine).

(22) L'utilisation, par les sociétés, de produits dérivés dans le cadre des programmes de rachat de leurs actions *Bulletin Cob* n° 332, février 1999.

(23) Cf. A. Viandier op. cit. n° 62 ; J.-J. Daigre op. cit. qui parle «d'envers du bon de souscription ou d'achat» ; J.-Y. Martin et B. Laurent-Bellue «L'achat par une société des ses propres actions et la loi du 2 juillet 1998» *Dalloz affaires* n° 144 du 14 janvier 1999.

(24) Une option de vente est «dans la monnaie» lorsque sa valeur intrinsèque (c'est-à-dire la différence entre son prix d'exercice et la valeur du sous-jacent sur lequel elle porte) est positive ; «à la monnaie» lorsque sa valeur intrinsèque est égale à zéro ; et «en dehors de la monnaie» lorsque sa valeur intrinsèque est négative. Une option dans la monnaie est donc une option qui peut être exercée par son acheteur.

(25) Pour une explication de cette question, cf. § 24 infra.

(26) D'après nos informations, une société américaine, un des leaders mondiaux de l'informatique, aurait au cours des trois dernières années, par le biais de la vente d'options sur ses titres de capital, perçu une moyenne de 500 millions de dollars de primes par an.

(27) ECM février 1999 (p. 12).

(28) «Les actions pourront être rachetées par interventions sur le marché ou autrement, notamment par achat de blocs, sans limitation. La société pourra également procéder à des rachats de ses propres titres par la vente d'options de vente» Rhones-Poulenc, note d'information visée par la Cob le 15 avril 1999 sous le n° 99-400 ; «L'acquisition, la cession ou l'échange des actions pourront être effectués et payés par tous moyens, et de toute manière, en Bourse ou de gré à gré y compris par l'utilisation d'instruments dérivés tels que la vente d'options de vente conformément à la réglementation applicable et par voie de blocs de titres.» CEGID, note d'information visée par la Cob le 3 mai 1999 sous le n° 99-527.

(29) «Sur les 4 265 257 actions pouvant être rachetées dans le cadre du programme, la société a procédé à des opérations optionnelles et d'"equity swap" pour un total de 3 250 000 actions, exerçables dans les limites approuvées par l'assemblée générale du 19 mai 1998.» Danone, Notes d'information visée par la Cob le 15 septembre 1998 et le 19 avril 1999 sous les n° 98-737 et 99-415.

(30) *Bulletin Cob* n° 332 février 1999. Signe des temps, ces observations avaient été rendues publiques près d'un mois auparavant sur le site internet de la Commission : [www.cob.fr](http://www.cob.fr).

(31) Sur cette notion, cf. l'article 2-1-5 du règlement général du CMF qui définit la «négociation pour compte propre» comme l'achat ou la vente d'instruments financiers par un prestataire habilité agissant pour son propre compte. Le même article précise cependant que cette activité de négociation pour compte propre, bien qu'elle figure à l'article 4 de la loi MAF parmi les services d'investissement, n'est pas soumise au monopole lorsqu'elle recouvre des opérations de trésorerie ou de prises de participation.

(32) Cf. article 4 de la loi MAF.

(33) Cf. § 21 à 27.

(34) Sur cette question, cf. l'étude de M.-C. de Nayer (op. cit.).

(35) Cf. § 5 et s. supra.

(36) D. Rouquayrol de Boisse «Rachat d'actions et titres d'autocontrôle», *Les Echos* 20 avril 1999 (p. 65) et *Les Petites affiches* n° 131, 2 juillet 1999 (p. 4).

(37) Valérie de Senneville «Rachats d'actions : le règlement de la Cob ouvre la porte au contentieux» *Agefi* 24 février 1999, Cahiers entreprise et finance.

(38) Cf. § 23 et s. supra.

(39) M.-C. de Nayer (op. cit.).

AVIS AUX LECTEURS Les articles publiés par la revue *Banque & Droit* n'expriment que le point de vue de leurs auteurs respectifs. Le contenu de ces articles n'engage pas la revue *Banque* ou l'AFB qui n'entendent pas prendre position à leur égard.

BANQUE & DROIT Une publication de la Revue Banque - 18 rue La Fayette, 75009 Paris ■ Fondateur : François de Juvigny  
 Adresse Internet : [www.revue-banque.fr](http://www.revue-banque.fr) e-mail : [banque@iplus.fr](mailto:banque@iplus.fr) Fax 01 48 24 12 97.  
 ■ Directeur gérant : Olivier Robert de Massy ■ RÉDACTION rédacteur en chef : Colette Cova ; assistante : Christine Hauvette (01 48 00 54 10) ; secrétaire de rédaction : Marie-Madeleine Martin (01 48 00 54 16) ; maquette : Emmanuel Gonzalez, Alexandra Démétriadis  
 ■ COMITÉ DE LECTURE Mme Bloch, MM. Bonneau, Cerles, Crédot, Dibout, Ducaroir, Gardella, Guillot, Mattout, Menneveau, Rives-Langes, Vedrenne, Wissing ■ ABONNEMENTS Johan Defert (01 48 00 54 02),  
 VENTES AU NUMERO Virginie Baillard (01 48 00 54 54) ■ PUBLICITÉ GÉNÉRALE Danièle Billon (01 48 00 54 20).

CPPAP - N° 70 756, Imprimé par Maulde et Renou & Cie, Paris, Dépôt légal 4<sup>e</sup> trimestre 1999.