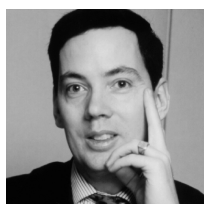


Le panorama des principales modifications en matière d'OPA intervenues depuis la loi de modernisation des activités financières du 2 juillet 1996 montre la nécessité d'adaptations permanentes afin de répondre aux besoins et aux attentes du marché.

Les modifications réglementaires et la jurisprudence depuis la loi MAF



Hubert de Vauplane
Direction des affaires juridiques
Banque Paribas
Vice-président de l'Association
européenne pour le droit
bancaire et financier-France
(AEDBF-France)

Les principes essentiels qui régissent la réglementation française en matière d'offres publiques (notamment la notion d'offre obligatoire) résultent pour la plupart d'entre eux de la loi du 2 août 1989 et sont aujourd'hui insérés dans la loi portant modernisation des activités financières (MAF) du 2 juillet 1996. Depuis lors, la matière n'a cessé d'évoluer au gré des situations nouvelles apparues à l'occasion de certaines offres. La modernisation de cette réglementation est progressive : les différentes modifications réalisées depuis 1989 trouvent généralement leur origine dans des situations particulières ayant conduit les autorités de marché à combler une lacune ou à préciser un point de la réglementation.

Le rôle du CMF

Le principal changement opéré par la loi du 2 juillet 1996 a consisté dans le transfert de compétence du CBV au CMF à la suite de la disparition du premier. Cette modification a permis une plus claire répartition des compétences entre l'autorité de contrôle et de surveillance des offres publiques et l'entreprise de marché en charge du déroulement opérationnel de l'offre sur le marché réglementé qu'elle gère (SBF-Bourse de Paris). En effet, l'apparition de la notion d'entreprise de marché aura été l'occasion de distinguer ce qui ressort de la gestion courante de l'offre, du contrôle proprement dit de celle-ci : le CMF dispose de pouvoirs réglementaires, en sa qualité d'organisme professionnel doté de prérogatives de puissance publique en vue de la réalisation d'une mission de service public, que la SBF-Bourse de Paris n'a pas. Certes, cette compétence du CMF est toujours partagée, comme aupa-

ravant avec le CBV, avec la Cob. Toutefois, il convient de souligner que cette dernière ne tire sa compétence qu'au titre de sa mission de protection de l'épargne, et donc au regard de l'information fournie au marché ; elle n'est pas compétente pour l'organisation, la réalisation et le contrôle de l'offre elle-même.

Par ailleurs, la loi MAF du 2 juillet 1996 aura permis de «faire un sort» au marché du hors cote et aux difficultés d'application de la réglementation des offres publiques sur ce marché. On sait que si les règles relatives aux offres publiques d'achat et de vente, aux demandes et offres de retrait, de retrait obligatoire et de garantie de cours étaient applicables au hors cote, tel n'était pas le cas du régime des offres obligatoires. Le décret du 14 novembre 1997 prévoit la suppression de ce marché le 2 juillet 1998 (1). Dès lors, les dispositions relatives aux offres publiques ne s'appliqueront plus à aucun marché de gré à gré.

Les transactions de gré à gré

Parmi les autres modifications apportées par la loi MAF, on notera, à titre anecdotique, qu'après l'invalidation d'une de ses décisions par la cour d'appel de Paris dans le dossier Fermière de Casino de Cannes pour défaut de procédure, le CMF a expressément prévu, dans son nouveau règlement général, la possibilité de tenir ses réunions sous forme de consultation écrite (2). Par ailleurs, si la cour d'appel, dans la même décision, a reconnu la validité de la procédure des blocs structurants au regard du principe d'égalité de prix, il convient de noter le probable déclin de celle-ci dès que les conditions d'exemption à l'obligation de centralisation des ordres

(1) Cf. *Banque & Droit*, chronique financière et boursière, n° 56, novembre-décembre 1997, p. 34.

(2) Paris, 28 mai 1997, *Banque & Droit*, chronique financière et boursière, n° 54, juillet-août 1997, p. 34.

de bourse seront applicables. Cette procédure, dite des blocs structurants, est de plus en plus utilisée par les opérateurs pour procéder à des reclassements de blocs précédant ou suivant des opérations financières ou des prises de contrôle à un prix déconnecté de celui du marché central. Or, dès l'entrée en vigueur du titre IV du règlement général du CMF, il sera possible de réaliser certaines transactions de gré à gré à un prix sans lien avec celui du marché géré par la SBF. En effet, si l'article 45 de la loi MAF met bien en place une obligation de concentration obligeant les investisseurs à réaliser leurs opérations portant sur un instrument admis aux négociations sur un marché réglementé sur l'un de ces marchés, il prévoit aussi deux exceptions à ce principe.

La première tient à la nature complexe ou non de l'opération, appréciée par l'investisseur. Cette exception est de droit et est applicable depuis la publication de la loi MAF. La seconde exception ne sera applicable qu'à compter de la publication de la partie du règlement du CMF traitant de ce sujet. Le bénéfice de cette exception dépendra toutefois du respect d'un certain nombre de conditions tenant en particulier au volume de la transaction et à la

qualité de l'investisseur. Dès lors que les conditions de volume sont relativement faibles, il sera possible d'effectuer sans trop de difficultés des opérations sur le marché de gré à gré à des prix totalement déconnectés du marché central. La seule obligation qui restera réside dans l'intermédiation obligatoire d'un prestataire de services d'investissement pour réaliser la transaction qui devra seulement réaliser un *reporting* de la transaction auprès de l'autorité de marché concernée.

Déroulement de l'offre : une plus grande transparence

A la suite de l'intervention, durant l'été 1996, du Président de la République souhaitant mieux protéger les sociétés cibles d'une offre publique, la Cob et le CMF ont chacun de leur côté apporté les modifications en ce sens à leur réglementation. Ainsi, on sait qu'en plus du régime de déclaration de franchissement de seuil prévu par la loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales, il existe une obligation, posée par la Cob dans son règlement n° 88-02, de déclaration d'intention lors du franchissement du seuil de 20 % du capital ou des

«Dès l'entrée en vigueur du titre IV du règlement général du CMF, il sera possible de réaliser certaines transactions de gré à gré à un prix sans lien avec celui du marché géré par la SBF.»

➤

droits de vote dans les cinq jours qui suivent ce franchissement (l'actionnaire doit alors en outre préciser certains de ses objectifs). Le règlement n° 97-01 de la Cob impose une déclaration supplémentaire lors du franchissement du seuil de 10 % du capital ou des droits de vote.

De son côté, le CMF a allongé la durée maximum des offres publiques en distinguant selon que l'offre est hostile ou amicale. En effet, la durée d'une offre est désormais fonction de la publication de la note d'information. L'ouverture d'une offre est conditionnée par la publication de la note d'information établie par l'initiateur ; quant à la clôture, elle est calculée en fonction de la publication de la note d'information de la société cible, avec toutefois une limite : ainsi, une offre peut s'étaler de 25 à 35 jours de bourse selon son caractère amical ou non. Dans le cas d'une offre amicale, la société cible et la société initiatrice établissent une note conjointe ; dans l'hypothèse d'une offre hostile, la procédure est ouverte après publication de la note par l'initiateur et la clôture est fonction de la publication de la note en réponse établie par la société cible, l'offre devant se terminer au plus tard 25 jours de bourse après cette publication.

Toujours dans ce souci de transparence, le CMF devrait intégrer dans son règlement général les propositions de deux groupes de travail, l'un concernant l'information à l'égard du marché, l'autre le rapport entre les fusions et la réglementation boursière. Dans le premier cas (3), il est recommandé que les établissements

présentateurs et conseils d'une offre soient soumis au même régime que l'initiateur d'une offre dans leurs opérations pour compte propre, aussi bien avant le déclenchement de l'offre que pendant celle-ci. En pratique, à partir du moment où le projet d'opération commence à se concrétiser et jusqu'à son annonce, le rapport estime que les établissements présentateurs et conseils sont en situation d'initiés les obligeant à s'abstenir de toute intervention pour compte propre.

Le traitement des minoritaires dans les fusions

Concernant le rapport entre le droit des fusions et la réglementation des offres publiques, le rapport Lepetit rendu public en septembre 1996 préconise de mieux tenir compte des intérêts des actionnaires minoritaires à l'occasion des opérations de fusions. Si le groupe de travail n'estime pas utile d'imposer une offre obligatoire avant toute fusion, il suggère toutefois que le CMF fasse l'objet d'une saisine automatique avant toute fusion afin d'examiner la mise en œuvre éventuelle d'une OPR. Cette modification devrait permettre une meilleure prise en compte de la notion «d'actifs essentiels» qui souffre aujourd'hui d'une imprécision préjudiciable pour les différents opérateurs.

Enfin, une refonte du régime des dérogations accordées par le CMF à l'obligation de dépôt d'une offre publique est envisagée. Le CMF a lancé une consultation de place en automne 1997. L'idée sous-jacente consiste à s'interroger sur la pertinence de fixer dans le corps même du règlement du Conseil une liste de cas de dérogation définis trop précisément. En effet, à plusieurs reprises, le CMF a pu accorder des dérogations en se fondant sur l'esprit d'une dérogation et non sur une lecture par trop littérale des cas. Dès lors, une refonte des cas de dérogation s'est avérée utile. Sans attendre le nouveau texte, le CMF a dû modifier son règlement à la suite de la jurisprudence de la cour d'appel dans le dossier Filipacchi (4). Ainsi, lorsque l'acquisition de titres conduisant au franchissement d'un seuil obligeant au dépôt d'une offre obligatoire résulte d'une augmentation de capital en numéraire réservée à des personnes dénommées, d'une fusion ou d'un apport partiel d'actifs, le CMF est désormais autorisé à octroyer une dérogation avant la tenue d'une assemblée générale devant approuver l'acquisition de titres ou un rapprochement avec une autre société, sous réserve toutefois de disposer d'informations précises sur l'opération projetée (5). ■

(3) Cf. «Principes déontologiques applicables aux offres publiques», *Revue CMF*, n° 3, novembre 1997, p. 3 ; voir aussi notre commentaire in *Banque & Droit*, chronique financière et boursière, n° 56, novembre-décembre 1997, p. 31.

(4) Paris, 11 juin 1997, *Banque & Droit*, n° 54, juillet-août 1997, p. 35.

(5) Cf. *Banque & Droit*, n° 56, novembre-décembre 1997, p. 32.

Des précisions attendues sur le conflit d'intérêt

Parmi les innovations apportées par la loi MAF, il en est une qui, compte tenu des incertitudes rédactionnelles, devait donner lieu à des précisions jurisprudentielles : il s'agit du respect de la règle sur les conflits d'intérêts applicables aux membres du CMF. L'article 30 de la loi MAF oblige en effet un membre du Conseil à ne pas participer aux délibérations dans une affaire dans laquelle lui-même ou la personne morale au sein de laquelle il exerce des

fonctions ou détient un mandat a un «intérêt», ou lorsqu'il a représenté une des parties intéressées au cours des dix-huit mois précédant la délibération. Or, compte tenu de la composition du Conseil, une application trop stricte de la notion d'«intérêt» pourrait conduire à exclure des délibérations la plupart des membres du CMF. Si toute la clarté n'est pas encore apportée sur ce point, on doit noter une précision importante donnée par la jurisprudence à

l'occasion du dossier Filipacchi. La cour d'appel de Paris a en effet estimé que, pour un membre du CMF, la seule qualité d'actionnaire dans une société ne suffisait pas à établir qu'il existe un «intérêt»*. Il reste encore à la jurisprudence à préciser toutes les autres situations plus ou moins conflictuelles (membres du conseil d'administration, banque conseil ou prêteur, chef de file...).

* Paris, 11 juin 1997, *Banque & Droit* n° 54, chronique financière et boursière, juillet-août 1997, p. 35.