



Hubert de Vauplane
Direction des affaires juridiques
Paribas

Jurisprudence et décisions administratives

CMF. Franchissement de seuil. Champ d'application *rationae loci* et *rationae materiae*

Vcom. Telecommunications Ltd, décision n° 199C1197 du 26 août 1999 ; Seita, décision n° 199C1201 du 27 août 1999 ; Guyenne Gascogne, décision n° 199C1212 du 30 août 1999. Voir aussi «Droit des marchés financiers», Litec, 1998, n° 774.

Outre les grandes batailles boursières de l'été 1999 qui ont conduit à des décisions administratives et jurisprudentielles importantes qui seront examinées ultérieurement, la période estivale a été riche en précisions apportées quant à la réglementation des franchissements de seuils, notamment en ce qui concerne le champ d'application de cette réglementation. Plusieurs exemples viennent illustrer cette tendance.

Le premier exemple a trait à l'application de l'obligation de déclaration de franchissement de seuil dans l'espace (Vcom. Telecommunications Ltd) : dans quelle mesure une déclaration de franchissement de seuil doit-elle être effectuée lorsqu'il s'agit d'actions d'une société étrangère admise aux négociations d'un marché réglementé français ? Dans l'exemple mentionné, une société néerlandaise (Otto Investments BV), contrôlée par une autre société néerlandaise (Otto Holding International BV), a procédé à la déclaration de franchissement du seuil de 10 % dans une société anglaise (Vcom. Telecommunications Ltd) cotée sur le compartiment du Nouveau marché de Paris. Ce cas est intéressant dans la mesure où le seul critère de rattachement au droit français est le lieu de cotation des titres ; ni la société objet du franchissement, ni l'actionnaire ayant procédé à l'acquisition de titres conduisant à ce franchissement, ni même l'actionnaire de contrôle de celui-ci ne sont de nationalité française ou immatriculés en France. Dans la mesure où la déclaration en cause ne permet pas de déterminer si l'émetteur fait l'objet

d'une double cotation (à Paris et à Londres ou Amsterdam), la question peut se formuler de la manière suivante : les obligations de déclaration de franchissement de seuil ressortent-elles de la *lex societatis* ou de la loi de la Bourse ? L'on constatera en premier lieu qu'il n'existe pas, à notre connaissance, de jurisprudence sur cette question. Si la justice française a eu récemment l'occasion de se prononcer sur le champ d'application dans l'espace de la législation boursière française, il s'agissait des règles relatives aux offres publiques et non aux franchissements de seuils. On sait que l'article 33-1° de la loi MAF du 2 juillet 1996 portant champ d'application de la réglementation des offres publiques vise les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé français, sans distinguer selon qu'il s'agit de sociétés françaises ou étrangères. Dès lors, et comme l'a d'ailleurs déjà jugé la cour d'appel de Paris dans le dossier Holophane (16), l'ensemble de la réglementation française est bien applicable aux sociétés cotées en France, quel que soit leur siège social, et le CMF est bien compétent pour adresser une mesure d'injonction à un actionnaire non-résident d'une société française cotée en France (17). En effet, les dispositions de la loi MAF et le règlement général du CMF constituent des mesures d'ordre public économiques qui s'imposent à tout opérateur qui intervient sur un marché réglementé français (18). Si la rédaction de l'ancien règlement général du CMF pouvait porter à confusion sur ce point, tel n'est plus le cas aujourd'hui dans la mesure où celui-ci dispose que le Conseil peut appliquer les règles relatives aux offres publiques (à l'exclusion toutefois de la procédure de garantie de cours, du retrait obligatoire et des dispositions relatives au dépôt obligatoire d'une offre publique), «aux offres publiques visant les titres de sociétés de droit étranger négociés sur un marché réglementé français». Le pouvoir du CMF d'imposer le dépôt d'une offre publique obligatoire à un actionnaire non résident n'est pas contraire à la coutume du droit international, notamment quant à sa portée extra-territoriale (19). Si donc l'affaire semble entendue en ce qui concerne la réglementation du CMF relative aux offres publiques et les dispositions de la loi MAF y afférentes, la question demeure pour ce qui a trait aux obligations de déclarations de franchissement de seuil. D'un côté, il est possible de soutenir que ces règles touchent au cœur même du

fonctionnement des sociétés dans la mesure où il s'agit de leur actionnariat, ce qui conduit à leur appliquer la *lex societatis*. D'un autre côté, et l'on penche pour cette interprétation, l'on peut estimer que ces mêmes règles font partie de l'ordre public boursier, ce qui conduit à leur appliquer la loi de la bourse. En effet, leur justification réside dans l'exigence de transparence, inhérente au fonctionnement d'un marché boursier régulier. En conséquence, il semble justifié de procéder à une déclaration telle que celle fournie à titre d'exemple ci-dessus dans la mesure où il suffit que la société soit cotée sur un marché réglementé (et uniquement dans ce cas, mais pas dans celui de marché de gré à gré comme le marché OTC) en France pour que celle-ci doive se soumettre à l'ensemble des exigences des sociétés cotées, même si une telle interprétation peut conduire le même actionnaire à procéder pour la même opération à autant de déclarations de franchissement de seuil qu'il y a de place de cotation pour l'émetteur.

- Le deuxième exemple tient au cas des investisseurs étrangers (Guyenne et Gascogne). On a déjà signalé les difficultés existantes pour ces investisseurs de se conformer à l'obligation de déclaration de franchissement de seuil dans la mesure où la personne qui apparaît comme inscrite en compte en France dans les livres de l'intermédiaire habilité (pour les titres au porteur ou au nominatif administré) ou dans ceux de l'émetteur (pour les titres nominatifs purs) n'est pas forcément le propriétaire «réel» des titres. Tel est souvent le cas pour les fonds de pension. Toutefois, ceux-ci ont pris l'habitude de ne pas tenir compte de l'écran formé par leur conservateur global entre eux-mêmes et l'émetteur en procédant directement aux déclarations de franchissement de seuil. A cet égard, il est procédé à des déclarations globales au nom de la société de gestion agissant pour le compte de tous leurs fonds chez un émetteur français, et parfois même au nom du *holding* de gestion coiffant plusieurs sociétés de gestion. Néanmoins, le fonctionnement de ces fonds peut conduire à apporter quelques restrictions à ces déclarations globales. Tel est le cas lorsque ces fonds obéissent à des règles de gestion différentes et sont composés de portefeuilles distincts pour lesquels existent des mandats discrétionnaires spécifiques. La société de gestion des fonds peut ainsi être amenée à préciser «*qu'en vertu des contrats entre les sociétés de gestion et les administrateurs ou les fidéicommissaires des fonds, les sociétés de gestion ont le pouvoir de prendre des décisions en matière d'acquisition et d'achat des actions pour le compte desdits fonds et quelquefois des décisions concernant les droits de vote attachés aux actions détenues par ces derniers. Chacun des portefeuilles détenus par le fonds ayant un objectif d'investissement différent, les décisions d'investissement concernant ceux-ci se prennent indépendamment et dans les intérêts des fonds gérés*» (Guyenne et Gascogne).

- Si l'on quitte le champ d'application *rationae loci* de la réglementation des franchissements de seuils, il est encore utile de préciser que le champ d'application *rationae materiae* ne dépend pas des objectifs poursuivis par l'acquéreur. Ainsi, les acquisitions de titres réalisées dans une optique purement financière, voire spéculative sont soumises aux mêmes obligations de déclaration que tout autre type d'acquisition. Tel est le cas des franchissements résultant des activités de *trading* (Seita). Par définition, ces activités n'ont pas pour but d'exercer un quelconque contrôle sur la politique de l'entreprise ; de même, ce type d'opération est

généralement effectué dans une optique à court, voire très court terme, sans autre objectif que de réaliser un profit. Pour autant, ces acquisitions doivent faire l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil, toute comme n'importe quel autre type d'acquisition. L'article 356-1 de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 ne distingue pas selon les objectifs alloués à l'investissement, ce qui est normal dans la mesure où l'objectif étant la transparence du marché, il est indispensable que tous les acteurs disposent des mêmes informations dès qu'un seuil est franchi, sans égard à l'intention poursuivie. C'est d'ailleurs en ce sens que l'obligation de déclaration de franchissement de seuil de l'article 356-1 de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 se distingue de l'obligation de déclaration d'intention du règlement Cob n° 88-02. Ceci explique pourquoi il y a deux déclarations, alors même qu'il s'agit du même seuil. L'objet de ces dispositions est en effet différent.

(16) Paris, 13 juill. 1988, D. 1989, p. 160.

(17) Ordonnance Paris, 17 sept. 1997 : *Banque et droit*, n° 57, janv.-févr. 1998, p. 32, note H. de Vauplane.

(18) Paris, 13 janv. 1998, Teknecomp/CMF : *Bull. Joly Bourse* 1998, § 65, p. 256, note N. Rontchevsky ; *Petites Affiches* 18 janvier 1999, p. 10, note A. Tenenbaum.

(19) Ord. Paris, 1^{re} ch. du 19 novembre 1997, Intek International c/CMF : *Bull. Joly Bourse* 1998, § 65 p. 256.